

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Кафедра « Ценные бумаги и биржевое дело»

Работа допущена к защите:
зав. кафедрой проф. Миркин Я.М.

Дипломная работа
на тему:

«Евробумаги. Рынок и операции»

Выполнил студент группы К-5-3
Медведев А.Б.

Научный руководитель:
асс. Бессмертная Е.Р.

Консультант кафедры АИТ:
доц. Литвиненко А.Ф.

Москва 2001

СОДЕРЖАНИЕ

<u>ВВЕДЕНИЕ</u>	3
<u>Глава 1 Основные понятия рынка евробумаг</u>	5
<u>1.1 Понятие рынка евробумаг и история его возникновения</u>	5
<u>1.2 Виды евробумаг</u>	9
<u>1.2 Участники рынка евробумаг</u>	18
<u>Глава 2 Операции на рынке евробумаг</u>	21
<u>2.1. Выпуск и обращение еврооблигаций</u>	21
<u>2.1.1. Кредитный рейтинг</u>	21
<u>2.1.2 Организация выпуска еврооблигаций</u>	23
<u>2.1.3 Депозитарно-клиринговые системы</u>	33
<u>2.2 История размещения федеральных и муниципальных еврооблигаций</u> <u>России</u>	36
<u>2.3 Еврозаймы российских эмитентов</u>	52
<u>Глава 3. Современное состояние рынка еврооблигаций</u>	55
<u>3.1 Основные моменты и тенденции развития</u>	55
<u>3.2 Состояние российского внешнего долга</u>	63
<u>Приложение</u>	67
<u>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ</u>	74

ВВЕДЕНИЕ

Активная интеграция мировых рынков капитала началась около двадцати лет назад и существенно усилилась за последние несколько лет. Международные рынки капиталов сейчас гораздо более связаны, так как инвесторы, эмитенты и финансовые посредники стали более опытными, развитие информационных технологий и связи вывело все финансовые операции в новую плоскость, а координация международных и национальных регулятивных институтов стала более сильной.

За последние два – три десятилетия сложился глобальный рынок капиталов, способный преодолевать противоречия и неудобства национальных режимов регулирования, обеспечивая при этом постоянный мониторинг качества заёмщиков, - это рынок евробумаг и ,прежде всего, еврооблигаций, представляющий наиболее обширную его часть.

Данный рынок возник в качестве ответной реакции на меры по контролю за движением капиталов, введённых в США. Становление рынка евробумаг является наглядной иллюстрацией того, как введение различного рода ограничений стимулирует финансовые нововведения, которые в свою очередь стимулируют их отмену.

Сейчас можно лишь предполагать, каким было бы устройство финансового мира и соотношение сил в глобальной конкурентной борьбе, если бы данные ограничительные меры, в результате которых Европа получила серьёзный импульс для развития собственных финансовых центров, не были приняты в США. Безусловно, введение новой европейской валюты , «Евро», и образование на территории Европы единого финансового рынка, знаменуют собой очередную стадию в процессе глобализации экономических процессов.

Между тем глобализация рынка капиталов – далеко не однозначное явление. Этот процесс неизбежно вступает в противоречие с действующими национальными режимами регулирования и сопряжён с серьёзными макроэкономическими ограничениями и рисками. Помимо всего прочего, в условиях свободного перемещения капиталов любое отклонение страны – эмитента от строгой финансовой дисциплины неизбежно приводит к оттоку средств и повышению стоимости их привлечения в

будущем. Это особенно опасно в странах со слабыми системами регулирования, с недостаточно капитализацией банковских систем. Не случайно международные финансовые кризисы (мексиканский – 1994 г., азиатский – 1997 г. и события в России в 1998 г.) затронули главным образом формирующиеся рыночные экономики. Именно они стали жертвами «бегства» капиталов, кризиса платёжных балансов и обменного курса.

Однако вновь устанавливать барьеры на пути свободного перемещения капиталов вряд ли представляется рациональным, так как глобализация сулит немалые преимущества как инвесторам так и заёмщикам, поскольку, предоставляя субъектам рынка максимально разнообразный выбор, позволяет заключать более эффективные с точки зрения их потребностей сделки.

Данная дипломная работа состоит из трех глав. Первая глава раскрывает понятие евробумаг, характеризует структуру и участников рынка евробумаг. Во второй главе основное внимание уделено специфике выпуска евробумаг, а также истории размещения федеральных, муниципальных, а также корпоративных еврооблигаций России. В третьей главе будет проведен анализ современного состояния рынка евробумаг, и будут рассмотрены тенденции развития данного рынка.

Глава 1 Основные понятия рынка евробумаг

1.1 Понятие рынка евробумаг и история его возникновения

Чёткой позиции относительно того, когда возник рынок евробумаг не существует. Известно, что в 40-50-х годах ряд эмитентов осуществлял выпуск еврооблигаций в долларах США, размещая их в Европе, в качестве примера можно привести размещение подобных займов в Нидерландах компанией Philips.

Однако согласно наиболее распространенной точке версии, дебютный выпуск еврооблигаций был осуществлен итальянской компанией по строительству автодорог Concessione e Construzioni Autostrade в июле 1963 года. Всего было выпущено 60.000 облигаций номиналом \$250. По каждой облигации ежегодно 15 июля выплачивался фиксированный процентный доход в размере 5,5%. Генеральным управляющим (lead-manager) займа стал английский торговый банк (merchant bank) S.G.Warburg & Co., соуправляющими (co-managers) - Banque de Bruxelles S.A., Deutsche Bank A.G., Rotterdamsche Bank N.V.. Листинг был получен на Лондонской фондовой бирже.

Наиболее бурное его развитие наблюдалось в конце 60-х - начале 70-х годов и выражало реакцию участников финансовых рынков на законодательные ограничения, введенные в 1963 году правительством США на вывоз капитала и привлечение иностранными эмитентами средств на американском фондовом рынке, а также ужесточение налогового режима для инвесторов по доходам, полученным от зарубежных облигаций типа Yankee Bonds. Все это послужило непосредственным толчком к перемещению финансовых операций с американского фондового рынка на европейский.

Безусловно, развитию рынка еврооблигаций способствовали и другие факторы. В частности, мягкая система регулирования выпуска и обращения еврооблигаций, возможность страхования от валютных рисков, стремление инвесторов к приобретению высококачественных ценных бумаг, низкие процентные ставки по ним.

За период 1946-1963 гг. иностранные заемщики разместили в США облигации в долларах США на сумму 14 млрд. долларов.

Несмотря на организационные сложности, связанные с организацией этих выпусков в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission), иностранные заемщики охотно шли на это, поскольку процентные ставки в США были ниже, чем в Европе.

Чтобы приостановить утечку капитала за рубеж, 18 июня 1963 года США ввели специальный уравнивающий налог на прибыль (Interest Equalization Tax), который закрыл американский рынок для иностранных инвесторов, поскольку увеличил стоимость кредита на 1%. В 1967 году налог был увеличен до 1,5% и отменён лишь в 1974 году.

Но при этом потребность в доступе к источнику капитала осталась, и в итоге она была удовлетворена за счет выпуска именно еврооблигаций.

Первые выпуски были ориентированы на богатых частных инвесторов на континенте и швейцарских банков. Существует расхожая точка зрения, что первыми инвесторами еврооблигаций были бельгийские дантисты, стремившиеся путем покупки этих еврооблигаций избежать уплаты налогов, также диктаторы различных мастей. В настоящее время понятие "бельгийских дантистов" стало нарицательным, под ним понимают богатых индивидуумов - инвесторов еврооблигаций.

Второй толчок к развитию рынка еврооблигаций дала война во Вьетнаме и вызванные ею ограничения. В феврале 1965 года президент Л. Джонсон объявил о программе добровольных ограничений на вывоз капитала (Voluntary Restraint Program). Дочерние компании американских ТНК поощрялись к мобилизации средств на европейских рынках. В январе 1968 года кабинет Джонсона ввёл прямые ограничения на инвестиции за пределы США.

С этого момента начинается период бурного роста рынка еврооблигаций и появление необходимой инфраструктуры. В 1968 году американский банк Morgan Guaranty создает клиринговый центр по торговле еврооблигациями Euroclear, в 1970 году возникает его основной конкурент Cedel. В 1969 году крупнейшие операторы на рынке еврооблигаций образуют собственную саморегулируемую организацию -

Ассоциацию международных облигационных дилеров (Association of International Bond Dealers). В 90-х она была переименована в Ассоциацию участников международных фондовых рынков (ISMA - International Securities Markets Association).

Упразднение ограничений на вывоз капитала в 70-е годы уже никак не отразилось на рынке еврооблигаций, он продолжал развиваться ускоренными темпами. Очередной толчок его развития дал мировой долговой кризис начала 80-х годов.

Отказ правительства Мексики (август 1982 г.), а вслед за ним Бразилии, Аргентины и ряда других стран выполнять условия международных займов привел к мировому долговому кризису, который был преодолен частично за счет крупных потерь кредиторов, частично за счет реоформления задолженности в ценные бумаги (секьюритизация долгов). Синдицированный заем как метод привлечения финансовых ресурсов на международном рынке с тех пор потерял значение, и его место занял выпуск еврооблигаций. В середине 1990-х годов на еврооблигации приходилось около 2/3 ссудных капиталов, полученных на международных рынках.

Рынок евробумаг (euromarket), вообще говоря, понятие условное. Большинство сделок проводится на нем через финансовые центры Лондона (на него приходится около трех четвертей вторичного рынка еврооблигаций), Гонконга, Сингапура, ряда стран Карибского бассейна, а также, в меньшей степени, Нью-Йорка и Токио. Чтобы дать представление о возможностях этого рынка, достаточно сказать, что объем сделок на нем со всеми видами долговых обязательств превышает 1,2 трлн. \$ в квартал - это на порядок выше, чем на рынке любой страны. Иными словами, здесь можно найти деньги под самый дорогой проект. Неудивительно поэтому, что 95% всех синдицированных кредитов предоставлено именно через евторынок. И низкий уровень ставок как раз и является следствием огромного роста операций и участников. Своим развитием евторынок обязан, в конечном счете, тому, что практически во всех странах существуют ограничения на операции на финансовом рынке, причем не только на уровень процентных ставок. Скажем, в 1957 году в США были ограничены иностранные инвестиции. А в Великобритании некоторое время существовал запрет на использование кредитов в фунтах стерлингов для финансирования торговли между другими странами.

Чтобы обойти неудобные законы, финансисты и выходят на еврорынок. К тому же, часто это единственный способ снизить страновые риски. В период гиперинфляции после второй мировой войны, например, немецкие финансовые институты вели сделки чуть ли не исключительно в долларах и фунтах стерлингов.

Да и в России еще совсем недавно - в условиях ещё весьма высокой инфляции - основной валютой при расчетах был американский доллар.

Помимо огромной емкости, рынок евробумаг привлекателен ещё и тем, что позволяет эмитентам снижать издержки за счет проведения арбитражных операций, за счёт использования различий в валютных курсах, в процентных ставках, а также за счет налоговых льгот. Ряд финансовых центров еврорынка – оффшорные зоны. Кстати, японские банки почти все выпуски среднесрочных еврооблигаций осуществляли в 1995 году именно через них.

Изначально рынок евробумаг был рынком нерегулируемым. Необходимость выработки правил игры привела к созданию ISMA и связанной с ней группы Международной ассоциации первичных дилеров (International Primary Market Association). В начале 90-х годов в ISMA насчитывалось 866 членов, в том числе 166 из Великобритании, 138 - из Швейцарии, 57 - из Германии, 60 - из Люксембурга. Штаб-квартира ISMA находится в Швейцарии, однако, большая часть работы проводится в Лондоне, где расположен секретариат.

ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а также проводит образовательные семинары с выдачей дипломов для работы на международных фондовых рынках.

Поскольку основным центром торговли еврооблигациями был и остается Лондон, деятельность ISMA в основном осуществляется в Сити. Согласно законодательству Великобритании, ISMA, с одной стороны, имеет статус специальной биржи, а с другой, признается Советом по ценным бумагам и фьючерсам (SFA) международной саморегулируемой организацией, в ведении которой находится рынок евробумаг.

Профессиональные участники рынка евробумаг, действующие в Лондоне, обязаны соответствовать всем требованиям регулирующих органов этой страны, в первую

очередь Управления по ценным бумагам и инвестициям SIB - Securities and Investment Board и Совета по ценным бумагам и фьючерсам SFA - Securities and Futures Authority.

1.2 Виды евробумаг

В общем, определение евробумаг можно дать следующим образом: евробумаги – это ценные бумаги, выпущенные в валюте отличной от национальной валюты эмитента.

Однако существует официальное определение евробумаг, которое даётся в Директиве Комиссии европейских сообществ от 17 марта 1989 г., регламентирующей порядок предложения новых эмиссий на европейском рынке¹.

В соответствии с этой Директивой евробумаги - это торгуемые ценные бумаги, со следующими характерными чертами, а именно:

1. Проходят андеррайтинг и размещаются посредством синдиката, минимум два участника которого зарегистрированы в разных государствах;
2. предлагаются в значительных объёмах в одном и более государствах, кроме страны регистрации эмитента;
3. Могут быть первоначально приобретены только при посредничестве кредитной организации или другого финансового института.

К евробумагам относятся:

Евроноты (medium-term euronotes, EMTNs) - среднесрочные именные облигации, которые обычно выпускаются под конкретного инвестора. Главное преимущество евронота - возможность организовать их эмиссию за несколько дней или даже часов. Благодаря этому, а также низким эмиссионным издержкам, за последние шесть лет сектор евронота вырос втрое. Правда на их выпуск центробанки основных европейских стран накладывают серьёзные ограничения.

Евровекселя (euro-commercial paper, ECP) - необеспеченные обязательства, которые не предназначены для публичного размещения и не обращаются на вторичном рынке. Как правило, евровекселя выпускаются на срок от одного года до пяти лет компаниями, платежеспособность которых не вызывает сомнений

Международные облигации (international bonds). Последние в свою очередь делятся на:

- еврооблигации eurobonds
- зарубежные облигации foreign bonds.
- Глобальные облигации global bonds
- Параллельные облигации parallel bonds

Еврооблигации

Выделим несколько характерных особенностей, отличающих еврооблигации от прочих форм заимствований:

1. Еврооблигации размещаются одновременно на рынках нескольких стран, при этом валюта еврооблигационного займа не обязательно является национальной, как для кредитора, так и для заёмщика
2. Размещение осуществляется эмиссионным синдикатом, который, как правило, представляют банки, зарегистрированные в разных странах.
3. Выпуск и обращение еврооблигаций осуществляется в соответствии с установившимися на рынке правилами и стандартами. Основная часть эмиссий еврооблигаций производится без обеспечения, хотя в отдельных случаях возможно обеспечение в форме гарантии третьих лиц или имущества эмитента. Эмиссия еврооблигаций сопровождается целым рядом дополнительных условий и оговорок, призванных снизить риски для держателей ценных бумаг. Наиболее распространенными являются т.н. «негативный залог» (условия выпуска предусматривают обязательство эмитента не выпускать более бумаги, обладающие преимущественным правом погашения). В случае наступления технического дефолта (неплатежа) по какому-либо одному выпуску еврооблигаций, предусмотрен кросс-дефолт – досрочное погашение всех выпусков еврооблигаций, находящихся в обращении. Выпуск облигаций, как правило, обусловлен обязательствами эмитента по поддержанию определенного соотношения

¹ http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1989/en_389L0298.html

собственного и заемного капитала, ограничению выпуска прочих долговых обязательств в течение оговоренного периода времени.

4. Еврооблигации, как правило, ценные бумаги на предъявителя (bearer bonds)
5. Доходы по еврооблигациям выплачиваются в полном объеме без удержания налога в стране эмитента. Если же местное законодательство предусматривает удержание налога на проценты, который платит заемщик, последний обязан довести величину процентных платежей до уровня, обеспечивающего инвестору процентный доход, равный номинальному купону

Разновидностью еврооблигаций являются облигации "драгон" - dragon bonds - евродолларовые облигации, размещенные на азиатском (в первую очередь, японском) рынке и имеющие листинг на какой-либо азиатской бирже, обычно в Сингапуре или Гонконге.

В данной работе я буду уделять больше внимания рынку еврооблигаций, так как он является наиболее объемным и развитым; доля еврооблигаций на рынке евробумаг составляет более 90%². В настоящее время совокупная стоимость находящихся в обращении еврооблигационных займов составляет примерно 4 трлн долларов, что составляет примерно 10 % мирового рынка облигаций³.

Приставка "евро" в настоящее время - дань традиции, поскольку первые еврооблигации появились в Европе, торговля ими осуществляется в основном там же.

Зарубежные облигации

Зарубежные облигации - облигации, выпущенные и размещаемые эмитентом-нерезидентом в каком-либо иностранном государстве в валюте данной страны с помощью синдиката андеррайтеров из данной страны. К ним относятся, так называемые, облигации "янки" - yankee bonds в США; "самурай" - samurai bonds, "шибосай" - shibosai bonds, "даймио" - daimyo bonds, "шагун" - shogun bonds в Японии; "бульдог" - bulldog bonds в Англии; "Рембрандт" - Rembrandt bonds в Голландии; "матадор" - matador bonds в Испании; "кенгуру" - kangaroo bonds в Австралии.

² Берзон Н. Рынок еврооблигаций – ключевые моменты //Рынок ценных бумаг// 2000, №9.

Глобальные облигации облигации, размещаемые одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках.

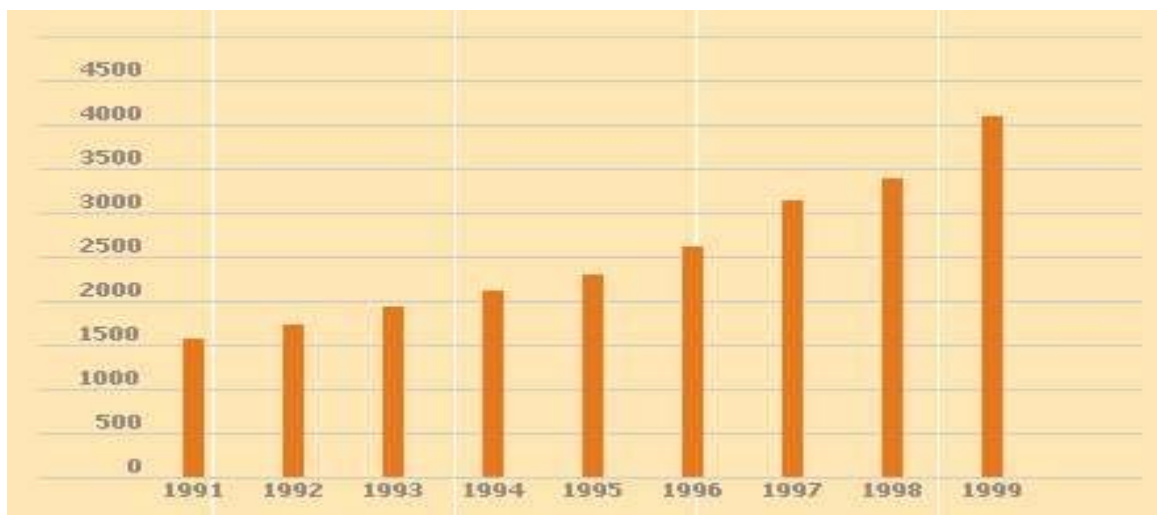
Параллельные облигации parallel bonds - облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валюте этих стран.

Термин "международные облигации" употребляется в широком и узком значениях. В широком значении в это понятие входят все основные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках, то есть, это долгосрочные долговые инструменты или, собственно, облигации (bonds), и среднесрочные долговые инструменты (notes). Краткосрочные инструменты - депозитные сертификаты и коммерческие бумаги - в это понятие не входят. В узком значении под международными облигациями понимают именно долгосрочные инструменты - bonds.

Общее количество обращающихся на рынке евробумаг (включая краткосрочные) превышало в 1995 году 40.000, а объём рынка превышал 2 трлн.долларов⁴.

График роста объёма рынка евробумаг приведён ниже.

Динамика роста рынка евробумаг.⁵



(единица – млрд. долл.)

Остановимся подробнее на еврооблигациях.

Типичная еврооблигация - предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается один раз путём

³ <http://www.isma.org/statistics/market.html>

⁴ <http://www.euroclear.com/eoc/Euro.asp>

⁵ <http://www.isma.org/statistics/market.html>

предъявления купонов к оплате, или погашение производится в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения.

Вместе с тем, существуют и регистрируемые выпуски; еврооблигации могут выпускаться как в документарной, так и в бездокументарной форме. Большая часть еврооблигаций выпускается без предоставления залога, при этом никаких ограничений на использование кредитных ресурсов не налагается

Проведём классификацию еврооблигаций

По выплате купонного дохода:

- Облигации с фиксированной процентной ставкой - Fixed Rate Bond.
- Облигации с нулевым купоном - Zero Coupon Bond.
- Capital Growth Bond. Цена размещения равна номиналу, а погашение производится по более высокой цене. Например, в 1985 году Deutsche Bank Finance N.V. выпустил облигации, которые были погашены в 1985 году по цене, равной 287% от лицевой стоимости.
- Deep Discount Bond. Облигации с глубоким дисконтом, то есть продающаяся по цене, значительно ниже, чем цена погашения. Например, в январе 1997 года Мировой банк разместил облигации с нулевым купоном в итальянских лирах с погашением в феврале 2007 года по цене 51,70% к номиналу, что дает доходность в 6,820% годовых.
- Облигации с плавающей процентной ставкой - Floating Rate Note (FRN's).

Эти инструменты представляют собой средне- и долгосрочные облигации с изменяющейся процентной ставкой, которая периодически корректируется. Процентная ставка объявляется в начале купонного периода, как правило, это квартал. Процентная ставка обычно фиксируется в виде надбавки или спрэд к ставке LIBOR. Иногда в качестве базы берется доходность по казначейским векселям (Treasury bills) США . Процентный доход выплачивается в конце каждого процентного периода. Как правило, это среднесрочные инструменты, однако известен случай размещения облигаций (нот) на 40 лет (облигации с плавающей процентной ставкой правительства Швеции 1984 года с погашением в 2024 году) или "вечные" облигации английского банка National

Westminster Bank (NatWest's FRN's never mature). Например, в 1996 году Китай осуществил выпуск столетней облигации. Также собираются выпустить подобные облигации Малайзия, Таиланд, Южная Корея.

По способу погашения:

- Bond with Call Option - облигации с опционом на покупку. Эмитент имеет право досрочного погашения облигации в заранее установленные моменты времени.
- Bond with Put Option - облигации с опционом на продажу. Инвестор вправе досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные промежутки времени
- Restractable Bond (Bond with Put and Call Option) - облигации с опционами на продажу и на покупку. Облигация, имеющая черты двух приведенных выше, то есть облигация с правом досрочного погашения, предоставляемым как эмитенту, так и инвестору.
- Bullet Bond - облигации без права досрочного отзыва эмитентом, погашаемая полностью в момент истечения срока действия.
- Sinking Fund Bond - облигация с фондом погашения. Эмитент делает регулярные отчисления на специальный счет для погашения своего долга. На рынке еврооблигаций практикуется погашение путем покупки эмитентом облигаций на открытом рынке или погашение по жребию определенных серий.

По валюте займов (см. таб. 7):

Традиционно доля облигаций с долларовым номиналом не превышала 40%, колеблясь в пределах всех выпусков. Но сейчас ситуация изменилась: эмитенты стали предпочитать обязательства, номинированные в американской валюте. Их доля стремительно выросла до 49% рынка. Причиной тому послужили факторы дестабилизации валютного рынка и снижение количества выпусков, номинированных в немецких марках и японских иенах. На марку, стабильно занимавшую 15-20% рынка, теперь приходится только 10%⁶. Выполнение маркой роли якоря европейской валютной системы накладывает на выпуск обязательств, номинированных в немецкой валюте,

⁶ Источник: <http://www.minfin.ru>

серьезные требования, основные из которых - стабильность самой марки, а также немецких финансовых рынков.

По выплате купонного дохода:

По большинству еврооблигаций проценты выплачиваются раз в год. Редко встречаются еврооблигации с выплатой процентов два раза в год. Ежеквартальная выплата характерна лишь для среднесрочных облигаций с плавающей процентной ставкой - FRN.

Процент выплачивается путем отделения купонов и их пересылки банку - платежному агенту. Обычно акции хранятся в депозитарии, который и берет на себя функции по инкассации купонов для их владельцев.

На рынке еврооблигаций широко распространены конвертируемые еврооблигации (convertible bonds) и облигации с варрантом (warrant bonds). Они дают право конверсии облигации в акции эмитента. Самые крупные эмитенты конвертируемых облигаций - японские корпорации, выпускающие облигации в долларах с конвертацией в акции в йенах. Облигации без конверсионных привилегий носят название "обычной" - straight bonds.

Из общей суммы международных эмиссий в 1993 году 481 млрд. долларов, 373 млрд (почти 80%) пришлось на обыкновенные облигации, 22 млрд. - на еврооблигации и 67 млрд. - на облигации с плавающей процентной ставкой. Последние пользовались особой популярностью в первой половине 80-х годов в период высоких темпов инфляций и колебаний процентных ставок. Примерно те же пропорции сохранялись и в 1996-1997 годах.

Общий объем долгосрочного ссудного капитала, привлекаемого из-за рубежа, составлял в начале 90-х годов 450-650 млрд. долларов в год, в 1994 и в 1995 годах, соответственно, 865 и 975 млрд. долларов. За пятилетие объем заимствований на внешнем рынке увеличился более чем вдвое!

В 90-е годы в целом мире на долю международных облигационных займов (или международных облигаций) приходится примерно 70-75% всех привлекаемых извне ссудных капиталов (остальные 25-30% - кредиты банков). Причем особую роль играет

рынок еврооблигаций - более 60% всех привлеченных ресурсов или свыше 80% всех международных займов, оформленных долговыми ценными бумагами.

При совокупном объеме задолженности по долговым ценным бумагам, размещенным на мировых рынках, в размере 2454 млрд. долларов (1994 г.) на долю долгосрочных инструментов (облигаций) приходилось 2048 млрд., среднесрочных (Euro-medium-term-notes) 292 млрд. и краткосрочных - 114 млрд.

Одно из отличий еврооблигаций от еврокредитов заключается в том, что покупатели облигаций не могут вмешиваться в дела эмитента. При заключении сделок евро-кредитного займа заемщик может взять на себя обязательство поддерживать тот или иной норматив, например, коэффициент "собственный капитал / активы", при этом, если он нарушит этот норматив, заемщик, даже при современной выплате процентов, оказывается в положении невыполнения условий кредитного соглашения (technical default). При выпуске еврооблигаций инвесторы не могут вмешиваться в дела эмитента.

Невыполнение условий соглашения по еврооблигационному займу возникает только в случае невыплаты эмитентом процентов или непогашения основной суммы долга.

Особенно быстрый рост рынка еврооблигаций происходил в 80-е годы. Если ещё в середине 70-х годов объем эмиссий составлял 5 млрд. долларов в год, то уже в первой половине 80-х он перевалил за 100-миллиардную отметку, к концу 80-х перевалил за 200 млрд. долларов, а к середине 90-х приблизился к 500 млрд. долларов.

Стоимость заимствования на внешнем рынке зависит от общего состояния мировой экономики и рынков капитала в ведущих финансовых центрах мира, прежде всего США, а также рейтинга эмитента. В январе - марте 1997 года купонная ставка по среднесрочным (3-5 лет) облигациям первоклассных заемщиков, имеющих наивысший рейтинг, составляла 6,25-6,35%, а доходность (с учетом того, что облигации редко размещаются по номиналу) 6,3-6,4%. В тот же период доходность по государственным облигациям США с теми же сроками погашения составляла 6,00-6,26% годовых. Чем ниже рейтинг, тем выше процентная ставка и её доходность.

С позиции заемщика следует учитывать также расходы, которые он несет при эмиссии и размещении своих долговых обязательств, основными из которых является вознаграждение профессиональным участникам рынка (менеджерам займа, агентам по размещению и т.п.). Его величина опять таки зависит от рейтинга эмитента и колеблется от 0,2 до 2,5% от стоимости размещаемых ценных бумаг. В последние же годы в связи с усилением конкуренции на рынке наблюдается снижение стоимости вознаграждения, которая уже редко превышает 1%.

Кроме того, сюда следует добавить расходы рейтинговому агентству и плату за листинг на фондовой бирже.

1.2 Участники рынка евробумаг

На сегодняшний день всех участников рынка евробумаг можно разделить на эмитентов, инвесторов и посредников.

Эмитенты

Современная структура эмитентов этого рынка выглядит таким образом: наднациональные институты - 10%, государственные институты - 30%, частные финансовые институты - 37%, корпорации - 23%⁷. Отличительной чертой рынка еврооблигаций является надежность заемщиков. Их репутация и кредитоспособность не должна вызывать сомнений, только тогда существует гарантия размещения выпуска. Наибольшим авторитетом на рынке пользуются наднациональные институты, к которым принадлежат Всемирный банк, Европейский инвестиционный банк и другие аналогичные структуры, имеющие наивысший рейтинг <AAA>.

К эмитентам из группы государственных институтов относятся правительства суверенных государств, региональные органы власти той или иной страны, государственные и полугосударственные организации. Данная группа неоднородна по степени надежности. В нее попадают как развитые страны (Канада, Швеция, Италия), так и развивающиеся (Мексика, Аргентина, Таиланд и др.). Рейтинги этих заемщиков сильно различаются между собой. Среди суверенных заемщиков присутствует и Россия, которая за 1996-2000 годы разместила 11 выпусков еврооблигаций на общую сумму около 36,398 млрд долл.

Представленные в табл. 1 данные наглядно свидетельствуют о наличии устойчивой зависимости между кредитоспособностью эмитента и стоимостью заемных средств. Если в 1997 г. в условиях финансовой стабилизации правительству России удавалось размещать займы с 9-10%-й купонной ставкой по цене 99-103,5% от номинала, то в 1998 г. незадолго до финансового кризиса выпускались облигации, имеющие купоны в размере 11-12,75% и ценой значительно ниже номинала - 73,8%. (см. таб. 2) Особенностью двух последних займов является то, что они были осуществлены с целью

⁷ Источник: <http://www.isma.org>

трансформации краткосрочной рублевой задолженности по ГКО/ОФЗ в долгосрочные валютные займы.

Инвесторы

На рынке евробумаг принято выделять две главные категории покупателей:

- Институциональные инвесторы - широкая группа инвестиционных организаций, такие как страховые компании, пенсионные и взаимные фонды, фонды управления активами, хедж-фонды, банки
- Розничные инвесторы

Посредники

Основное действующее лицо, выводящее ценные бумаги заёмщика на еврооблигационный рынок – генеральный управляющий (lead manager), часто выполняющий также функции главного регистратора (book manager). Генеральный управляющий не обязательно выступает в единственном числе, чаще встречаются генеральные соуправляющие (joint lead managers). Причём ведущую роль играет тот управляющий, кому принадлежит роль регистратора. Генеральный управляющий возглавляет банковский синдикат, формируемый обычно в целях диверсификации рисков и максимального географического и институционального охвата при размещении ценных бумаг.

В составе синдиката выделяется несколько иерархических уровней:

- Старшие соуправляющие (co-lead managers)
- Соуправляющие (co-manages)

Крупнейшие генеральные управляющие рынке еврооблигаций⁸

Место	Генеральный управляющий	\$ млн.	Количество выпусков	Доля рынка, %
1	Warburg Dillon Read	41652	171	8,68
2	Morgan Stanley DW	33743	1180	7,03
3	Deutsche Bank AG	32694	144	6,82
4	Merill Lynch	31701	177	6,61
5	J. P. Morgan	29260	127	6,1
6	Paribas	28823	95	6,01
7	ABN AMRO	28491	121	5,94
8	Barclays Capital	26104	98	5,44
9	Credit Suisse First Boston (CSFB)	24338	104	5,07
10	Solomon Brothers	22619	116	4,72

Глава 2 Операции на рынке евробумаг

2.1. Выпуск и обращение еврооблигаций

2.1.1. Кредитный рейтинг

Одним из основных условий выхода на рынок является получение кредитного рейтинга. Кредитный рейтинг выражает мнение об общей кредитоспособности заемщика или же о его кредитоспособности в отношении конкретной долговой ценной бумаги или иного финансового обязательства. Рейтинг представляет собой заключение не только о способности, но и о готовности заемщика своевременно оплачивать обязательства. За долгие годы своего существования кредитные рейтинги завоевали широкое признание среди инвесторов в качестве удобного инструмента дифференциации кредитоспособности эмитентов. Кредитные рейтинги основаны на принципах независимости, объективности и открытости. Это и есть те стандарты, которые лежат в основе признания рейтингов инвесторами во всем мире. Рейтинг присваивается только при наличии достаточной информации. Процедура включает в себя количественный, качественный и юридический анализ. В процессе присвоения изучаем основные элементы ведения бизнеса, такие как состояние отрасли, к которой относится эмитент, перспективы ее роста и зависимость от технологических изменений и действий регулирующих органов. К числу основных факторов для суверенных рейтингов относятся не только базовое экономическое состояние страны, но также политическая система и социальные условия.

При получении запроса на присвоение рейтинга формируется аналитическую группу, состоящую из аналитиков, обладающих знаниями в соответствующих областях бизнеса. Далее назначается ведущий аналитик, который руководит процессом и служит главным контактным лицом для эмитента. Перед официальной встречей группа анализирует финансовую отчетность за предшествующие периоды, прогнозы финансовых показателей и денежных потоков, документацию по сделкам, юридические

⁸ Источник: «Bloomberg»

заклучения и прочие данные, которые имеют отношение к предмету. Вся конфиденциальная информация, переданная агентству, хранится на условиях строгой секретности.

Группа аналитиков проводит встречу с руководством для обсуждения основных факторов, влияющих на рейтинг, включая производственные и финансовые планы и стратегию менеджмента. Эта встреча дает эмитентам возможность затронуть качественные вопросы, принципиальные для решения о присвоении рейтинга.

Затем ведущий аналитик составляет аналитический отчет, представляемый рейтинговому комитету. Все факторы, имеющие отношение к рейтингу, тщательно обсуждаются. Каждый член комитета голосует, и после принятия решения комитетом эмитент уведомляется о присвоенном рейтинге. Предусмотрена возможность апелляции в случае, когда предлагаемый рейтинг не отвечает ожиданиям эмитента и когда по данному вопросу имеется дополнительная информация, которая может быть рассмотрена комитетом.

После присвоения рейтинга постоянно контролируются все факторы, которые могут повлиять на него, такие как изменения в структуре капитала, поглощение других компаний или иные крупные экономические события. Обычно рейтинг официально пересматривается не реже одного раза в год, когда проводится встреча с руководством эмитента.

Рейтинги по уровню риска подразделяются на два разряда - инвестиционные и спекулятивные. Правительства некоторых стран используют градацию рейтингов в процессе регуляции финансового рынка. В частности, в США предприятиям, привлекающим средства частных лиц, запрещено инвестировать в ценные бумаги спекулятивного разряда.

В настоящее время в мире насчитывается несколько рейтинговых агентств, заслуживших большой авторитет среди инвесторов⁹:

- ASPAC Australian Ratings
- Canadian Bond Rating Service

⁹ Источник : «Bloomberg»

- Dominion Bond Rating Service Limited (DBRS Ltd.)
- Duff & Phelps Credit Rating Company
- Объединившиеся The Fitch Investor's Service и IBCA Banking Analysis (стало The Fitch-IBCA)
- Japan Bond Research Institute
- Japan Credit Rating Agency Limited (JCR Ltd.)
- McCarthy Crisanti & Maffei
- Moody's Investor's Service
- Nippon Investor Service
- Standart & Poor's (S&P)

Соответствие рейтингов различных агентств приведено в таблице 1

Классификация рейтингов приведена в таблице 4

2.1.2 Организация выпуска еврооблигаций

Размещаемые ценные бумаги могут иметь или не иметь листинг на фондовой бирже, но, как правило, он есть. Обычно листинг получается либо на Лондонской фондовой бирже, либо на Люксембургской фондовой бирже. К еврооблигациям и прочим ценным бумагам, продаваемым на еврорынках, применяются особые, упрощенные правила листинга, связанные с тем, что подобные ценные бумаги покупаются и продаются ограниченным кругом организаций, которые являются профессионалами в области инвестирования¹⁰. Для получения листинга требуется опубликовать некоторые сведения (listing particulars). Перечень этих сведений содержится в правилах по листингу каждой биржи.

К основным документам, которые готовятся при выпуске еврооблигаций, относятся:

1. Проспект эмиссии (если такого требует законодательство эмитента или если ценные бумаги получают листинг на фондовой бирже и биржа требует опубликовать проспект).

2. Соглашение о подписке (Subscription Agreement) - соглашение между эмитентом и менеджером займа, в котором указаны условия андеррайтинга, включая гарантии, обязательства, методы оплаты и пр.
3. Соглашение о финансовом агенте / Доверительный договор (Fiscal Agency Agreement / Trust Deed). В случае если заключается доверительный договор, доверенное лицо (trustee) выступает как представитель интересов инвесторов. Если заключается соглашение о финансовом агенте, последний, наоборот, представляет интересы эмитента.
4. Соглашение между менеджерами (Agreement Among Managers). Как правило, заключается стандартное соглашение IPMA, которое включается в приглашение на участие в подписке (invitation telex).
5. Подтверждение аудитора (Comfort Letters). Требуется обычно при выпуске корпоративных облигаций.
6. Юридическое заключение (Legal opinion). Сведения о законодательстве по ценным бумагам страны эмитента и страны, где производится размещение.
7. Перечень существенных событий и документов (Signing / Closing Agenda). Содержит список необходимых документов и график их подписания (соглашение о подписке, публикация проспекта эмиссии), время оплаты ценных бумаг и их выпуска.

После выполнения всех предварительных регистрационных и юридических требований участники переходят непосредственно к размещению ценных бумаг. Обычно сначала в основных финансовых центрах, в которых находятся потенциальные инвесторы, проводится серия массовых и индивидуальных презентаций, так называемых "роуд-шоу"(road-show). Участвуя в "роуд-шоу", компания представляет себя и форму займа, которую она предлагает. Главные цели презентации - размещение компанией наибольшего объема займа под наиболее низкие проценты. Это также удачный маркетинговый ход для работы на открытом финансовом рынке.

¹⁰ European Commission Listing Particulars Directive (8-/390/EEC)

Действие начинается с принятия топ-менеджерами банка принципиального решения о размещении займа за границей. Финансовый институт определяет рынок, на котором он собирается продавать заем. Безусловно, интересен европейский рынок. Города, где традиционно проводятся "роуд-шоу": Лондон, Франкфурт-на-Майне, Женева, Цюрих, Вена, Париж. В выборе финансового центра важно узнать уровень сотрудничества между страной эмитента (в частности, Россией) и данной страной. Большой объем продаж и закупок России в этой стране, скорее всего, обеспечат положительное отношение финансовых институтов (в данном случае) к российским компаниям. Следующий по значимости рынок - Восточная Европа: Будапешт, Прага, Братислава и Варшава. Сейчас большое внимание уделяется нарождающимся рынкам Азии: Гонконг, Сеул, Сингапур, Тайпень. Самый трудный, но очень перспективный рынок - арабский Восток. И, конечно, самый привлекательный - это США: Нью-Йорк, Чикаго, Хартфорд, Бостон.

Для проведения грамотного "роуд-шоу" обычно сперва издаются хороший буклет, содержащий информацию об компании-заемщике и его стране, который распространяется на "роуд-шоу". Обычно буклет содержит:

- Описание самого выпуска, его структуру, планируемый объем.
- Информацию о Генеральном управляющем и со-менеджерах, которые представляют заем.
- Некоторые экономические и политические сведения о стране-заемщика.
- Описание банковской системы или отрасли промышленности, её истории, нынешнего состояния, экономические показатели, регулирование, проблемы и пути их решения, а также перспективы развития.
- Развернутые и наиболее полные сведения о самой компании-заемщике (менеджмент, структура, региональная сеть, предоставляемые услуги, основные финансовые показатели: баланс за три года, размер активов и капитала, качество и географический анализ кредитного портфеля, прогнозы и перспективы).

Тремя основными датами при традиционном размещении еврооблигаций являются - объявление о выпуске еврооблигаций, подписание окончательных условий (начало размещения) и день окончания размещения.

Примерно за две недели до объявления о выпуске генеральный управляющий и заемщик встречаются для предварительного обсуждения условий выпуска (срок, величина купонной ставки, объем эмиссии, цена размещения). В традиционной схеме эти условия остаются предварительными до начала размещения. Назначается фискальный агент и попечитель, а также, при получении листинга, и агент по листингу. Начинается подготовка различных документов, которые подписываются между членами синдиката и заемщиком, а также самими членами синдиката. Начинается также работа над проспектом эмиссии. Проспект содержит описание эмитента, а также предварительные условия эмиссии.

Генеральный управляющий составляет список потенциальных членов синдиката, которые смогут выступить в качестве андеррайтеров или агентов по размещению. В день объявления о начале размещения появляется официальное извещение в прессе, и рассылаются приглашения другим банкам принять участие в размещении. Потенциальным участникам дается примерно 7-10 дней на то, чтобы дать ответ. Потенциальным андеррайтерам и агентам по размещению рассылаются копия проспекта, график процедуры эмиссии и соответствующие документы, которые они обязаны подписать для того, чтобы принять участие в размещении. Если заемщик плохо известен, в этот период он принимает шаги по рекламе, "роуд-шоу" в ведущих мировых финансовых центрах мира, т.е. проводит кампанию по распространению информации о себе среди потенциальных инвесторов.

Тем временем генеральный управляющий ведет книгу заявок синдиката, которая позволяет определить спрос на данные облигации. Когда становится ясна общая картина, генеральный управляющий начинает предварительное распределение ценных бумаг между членами синдиката (по мере поступления договоров на участие в синдикате). Агенты по размещению имеют право вернуть обратно менеджеру

непроданную часть облигаций, в то время как андеррайтеры обязаны купить все непроданные облигации по заранее оговоренной цене.

Менеджеры определяют окончательную цену размещения с эмитентом, причем по условиям соглашения, ценовые условия могут подлежать или не подлежать согласованию с андеррайтером. Кроме того, менеджеры займа могут самостоятельно принимать решения о том, сколько облигаций выделить каждому конкретному андеррайтеру или агенту по размещению.

В конце периода подписки менеджеры и эмитент определяют окончательные ценовые условия. Как правило, андеррайтеры имеют в своем распоряжении один день, чтобы принять или не принять эти условия (если у них есть такое право по условиям соглашения). После этого облигации официально предлагаются к продаже. Эмитент и Генеральный управляющий подписывают соглашение. К этому времени синдикат фактически купил облигации у эмитента по фиксированной цене, но при этом эмитент не получит денег до наступления дня завершения размещения. Печатаются окончательный проспект и Генеральный управляющий извещает андеррайтеров и агентов по размещению о том, сколько ценных бумаг выделяются каждому из них.

В конце стабилизационного периода (распространения облигаций), т.е. в день завершения размещения члены синдиката перечисляют деньги за купленные ими облигации на специальный банковский счет, открытый Генеральным управляющим. Конечные инвесторы при этом получают документы, подтверждающие их право собственности на облигации (хотя это ещё не сами сертификаты облигаций). Заемщик получает деньги в соответствии с условиями соглашения, а сам синдикат расформируется. В финансовой прессе появляется сообщение (так называемое tomb-stone) о завершении размещения.

Желающие могут получить отдельные сертификаты облигаций. Если Генеральным управляющими выступают американские банки, сертификаты выдаются не ранее 90 дней после завершения размещения.

В современных условиях стандартом при размещении стала так называемая "купленная сделка". При таком размещении Генеральный управляющий покупает все

ценные бумаги у эмитента на ранее установленных условиях (объем, купонная ставка, цена размещения) до объявления о выпуске. Подобная практика возникла в связи с увеличением финансовой мощи банков, занимающихся размещением еврооблигаций и усилением конкуренции между ними. В борьбе за эмитента банки сразу предлагают все услуги и цену за них.

Первая "купленная сделка" была проведена Credit Suisse First Boston в апреле 1980 года, когда этот инвестиционный банк купил весь выпуск облигаций корпорации General Motors Acceptance Corporation на сумму \$100 млн. Только после этого CSFB организовал синдикат.

Подобная схема размещения означает уменьшение роли андеррайтеров и агентов по размещению. Существует точка зрения, что при "купленной сделке" риск для инвестиционного банка увеличивается, поскольку здесь отсутствует период подписки, в течение которого можно определить примерный спрос на облигации. В то же время, общий период вывода облигаций на рынок сокращается, что снижает риски изменения процентных ставок на рынке капиталов.

Ещё одним из методов размещения является аукцион. Эмитент объявляет срок и купонную ставку по облигации и предлагает инвесторам направлять свои заявки. Инвесторы, а ими могут быть как конечные инвесторы, так и банки, рассчитывающие перепродать ценные бумаги, направляют свои заявки в процентах от номинала одновременно указывая количество облигаций, которые они намереваются приобрести. Заемщик размещает облигации среди инвесторов, начиная с самой высокой цены. Аукционная схема устраняет плату менеджерам и тем самым удешевляет заем. Однако она доступна только наиболее известным заемщикам, например, как Европейский инвестиционный банк.

Согласно схеме предложения по фиксированной цене (fixed price gooffer) Генеральный управляющий и менеджеры подписывают контракт, содержащий обязательство не понижать комиссионные путем снижения комиссионных на продажу. именно таким образом размещаются еврооблигации на внутреннем рынке США. Впервые этот метод был применен на рынке еврооблигации Morgan Stanley International

в 1989 году при размещении еврооблигаций Мирового банка. С тех пор подобным образом размещается заметная доля еврооблигаций.

Помимо этого евробонды могут быть размещены по открытой подписке (Public Issue, Offer for subscription). Открытая подписка среди неограниченного круга инвесторов осуществляется через синдикат андеррайтеров, называемых на рынке еврооблигаций, менеджерами займа. Руководитель синдиката - так называемый ведущий менеджер, или топ-менеджер.

Размещение производится через широкую группу финансовых учреждений многим инвесторам в различных странах мира. Такие выпуски почти всегда имеют листинг на бирже.

Сертификаты ценных бумаг изготавливаются в соответствии с правилами соответствующей биржи.

Если заем нацелен на небольшую группу инвесторов, он может быть квалифицирован как частное размещение (Private placement). В его осуществлении может принять участие всего один менеджер и один инвестор. Облигации, размещаемые небольшим числом банков и приобретаемые немногими, преимущественно институциональными инвесторами. Обычно такие облигации не имеют листинга на фондовой бирже.

Механизм подписки состоит в следующем: еврооблигации обычно размещаются путем подписки на них группы финансовых учреждений - менеджеров займа. Эмитент выбирает одного или нескольких ведущих менеджеров, которые носят название Генеральный управляющий. Генеральный управляющий подберет менеджеров займа. Генеральный управляющий от имени других менеджеров согласовывает условия выпуска с эмитентом и в случае необходимости помогает эмитенту в подготовке проспекта эмиссии.

Профессиональные участники рынка, выступающие в роли менеджеров, объединены в Международную Ассоциацию участников первичного рынка - International Primary Markets Association. Члены ассоциации разработали свод правил, касающихся технологии размещения ценных бумаг на международном рынке, а также

стандартные формы документов (соглашения, заключаемые менеджерами между собой, между менеджерами и эмитентом, стандартные условия непреодолимой силы, форс-мажор и т.д.).

Если члены эмиссионного синдиката являются членами IPMA, по умолчанию предполагается, что они действуют в соответствии с правилами ассоциации.

В прошлом, помимо менеджеров займа, формировалась также группа андеррайтеров и группа продажи или агентов по размещению. В настоящий момент менеджеры обычно берут на себя функции и андеррайтеров, и агентов по размещению. Иными словами, сейчас менеджер - это и андеррайтер, и агент по размещению. Андеррайтинг, как правило, осуществляют на условиях, при которых, если один из членов синдиката оказывается не в состоянии выполнить свои обязательства, они принимаются остальными членами пропорционально их доле (joint and several basis).

Кроме указанных участников в схеме организации еврооблигационного займа имеется также основной платежный агент (principal paying agent) и попечитель или доверенное лицо (trustee).

Платежный агент - банк, уполномоченный эмитентом выплачивать проценты владельцам облигаций и производить их погашение после получения денег от эмитента. платежный агент.

Попечитель или доверенное лицо займа действует в интересах и от имени инвесторов при любых нарушениях условий займа эмитентом. Если схема займа предполагает наличие попечителя, обязательно назначается основной платежный агент, действующий от имени эмитента облигаций.

Тремя основными датами при традиционном размещении еврооблигаций являются - объявление о выпуске еврооблигаций, подписание окончательных условий (начало размещения) и день окончания размещения.

Комиссионные, которые причитаются менеджерам еврооблигационных займов - это комиссионные за размещение облигаций среди инвесторов (selling concession) и плата за менеджмент и андеррайтинг (management fee, underwriting fee). Комиссионные вычитаются из стоимости проданных облигаций каждым менеджером перед тем, как

деньги перечисляются генеральному управляющему. Вознаграждение за менеджмент и андеррайтинг вычитается из этой оставшейся суммы генеральным управляющим. При наличии вознаграждения Генеральному управляющему (praecipium) оно вычитается им из общей суммы вознаграждения менеджерам.

Предположим, облигация номиналом \$1000 размещается за 100 (issued at 100), т.е. по паритету (достаточно редкий случай, используемый лишь для примера; как правило, цена размещения несколько выше или ниже номинала). Однако сумма, которую получает эмитент, меньше цены размещения. Например, эмитенту согласны заплатить \$975 за каждую облигацию. Эти \$25, или 2.5% от цены размещения, носят название стоимости размещения (flotation cost) или спреда инвестиционного банка (investment banking spread).

Однако члены синдиката получают свои 2.5%, или \$25 на облигацию лишь в том случае, если они смогут разместить облигации среди инвесторов по номиналу, чего может и не произойти. Члены синдиката не обязаны продавать облигации по цене размещения или более высокой. Соответственно, при продаже облигаций ниже 100 спред уменьшается и увеличивается доходность облигаций для их покупателей.

На внутреннем рынке США андеррайтеры обязаны поддерживать цену облигаций на уровне не ниже цены размещения вплоть до окончания размещения и расформирования синдиката.

На рынке еврооблигаций различные инвесторы (опять же в отличие от США) платят разную цену за приобретаемые облигации. Крупные учреждения получают значительные скидки.

Рассмотрим структуру вознаграждения членам эмиссионного синдиката на рынке еврооблигаций при величине спреда в 2.5%.

Генеральный управляющий платит эмитенту \$975 за 1000-долларовую облигацию.

Генеральный управляющий предоставит облигации андеррайтерам за \$980.

Генеральный управляющий предоставит облигации агентам по размещению за \$985.

$\$1000 - \$985 = \$25$. Стоимость размещения или спред (100% спреда).

$\$1000 - \$985 = \$15$. Комиссионные за размещение (60% спрэда).

$\$985 - \$980 = \$5$. Премия андеррайтеру (20% спрэда).

$\$980 - \$975 = \$5$. Вознаграждение менеджеру (20% спрэда).

Конечным инвесторам облигация продается за цену, превышающую \$985.

Хотя еврооблигации имеют, как правило, листинг на Лондонской или Люксембургской фондовых биржах, торговля ими производится почти исключительно на внебиржевом (телефонном) рынке.

На этом рынке практически не действуют какие-либо национальные формы регулирования, но при этом рынок достаточно жестко урегулирован правилами и рекомендациями ISMA, которых все участники строго придерживаются.

Профессиональные участники рынка носят название дилеров. Дилерами выступают банки и компании по ценным бумагам, регулируемые соответствующим национальным законодательством.

По правилам рынка генеральный управляющий того или иного выпуска является и его маркет-мейкером, т.е. он занимается поддержкой активного вторичного рынка, покупая облигации при избытке предложения и продавая их при повышенном спросе.

Поскольку еврооблигациями торгуют на внебиржевом рынке, нет и фиксированного времени работы этого рынка. Тем не менее, по правилам ISMA, дилеры обязаны вести торговлю, по меньшей мере, в отведенные часы.

Минимальный лот при торговле между членами ISMA устанавливается дифференцированно по различным инструментам. Наиболее распространенный - 100 облигаций (или \$100.000 по номиналу). Типичный спред по облигациям с фиксированной процентной ставкой составляет 0,5%.

Улаживание (исполнение - settlement) сделки с середины 1995 года обычно осуществляется на 3-й календарный день после заключения сделки (T+3), вне зависимости от каких-либо праздников. Однако после согласования между покупателем и продавцом возможно установление любого дня улаживания.

Котировка облигаций дается на базе нетто, т.е. не включает накопленные проценты. Год считается равным 360 дням, месяц - 30.

2.1.3 Депозитарно-клиринговые системы

Изначально на рынке еврооблигаций расчёты велись через банки-корреспонденты. Начиная с 1968-1970 г.г. расчеты по сделкам с еврооблигациями осуществляются через две депозитарно-клиринговые системы: Euroclear и Cedel. Действия систем Euroclear и Cedel базируются на трех китах: эффективности, низких издержках и безопасности.

Депозитарно-клиринговая система Euroclear, была основана в декабре 1968 года в качестве брюссельского офиса Morgan Guaranty Trust Company. В 1972 году она была продана компании Euroclear Clearance System plc., которая принадлежала ста двадцати ведущим международным банкам, брокерским компаниям и другим финансовым институтам. При этом для сохранения независимости Euroclear, было закреплено, что никому из совладельцев не может принадлежать более чем 4,8 % акций Euroclear Clearance System plc.

В 1986 году лицензия Euroclear была передана Euroclear Clearance System Societe Cooperative, бельгийской компании созданной с целью обеспечения возможности участия в собственности Euroclear всех её пользователей. Компания Morgan Guaranty Brussels управляет депозитарно-клиринговой системой по контракту, заключённому с Euroclear Clearance System Societe Cooperative, при этом политику Euroclear формирует её совет директоров.

Эффективность достигается за счет системы взаимозачетов. В этих системах только 5% сделок требуют реального движения средств - ценных бумаг или денежных фондов. Более того, термин "реальное движение" достаточно условен, поскольку Euroclear и Cedel предоставляют услуги по хранению ценных бумаг в сети банков - депозитарных систем, и все реальные движения осуществляются с помощью электронных записей на счетах корпораций-участников. Благодаря современным коммуникационным средствам расчеты можно вести в режиме реального времени.

Международные клиринговые системы привлекают клиентов также низкими издержками. Ничтожность комиссии (примерно \$25 за одну сделку купли-продажи вне зависимости от объема) объясняется огромными оборотами. Например, годовой оборот

Euroclear за 2000 год составил 95,5¹¹ трлн. евро, а Cedel за аналогичный период – 31,4¹² трлн. И в то же время, обороты Euroclear и Cedel неуклонно растут. Вступительные взносы также невелики - всего несколько тысяч долларов.

Комиссионные вместе со взносами позволяют клиринговым системам получать неплохую прибыль. Кроме того, Euroclear и Cedel получают комиссию за депозитарное обслуживание компаний-участников. Только в Cedel на хранении находится более 1 трлн. ценных бумаг, принадлежащих членам системы. Однако политика Euroclear и Cedel такова, что дивиденды по акциям, как правило, не выплачиваются - прибыль реинвестируется в развитие этих систем. Таким образом, клиринговые системы стремятся повысить свою привлекательность в глазах клиентов.

При проведении расчётов клиринговые системы Euroclear и Cedel применяют метод расчетов "поставка против платежа", то есть для совершения сделки обе стороны должны иметь фонды на счетах в этих системах, достаточные для выполнения своих обязательств.

При желании контрагентов совершить сделку клиринговые системы производят фиксацию и сверку параметров сделки: количество, вид и стоимость ценных бумаг, участвующих в операции. Только после этого, а также при наличии средств на счетах контрагенты могут совершить сделку. В случае нехватки или отсутствия на счете участника либо соответствующих бумаг, либо денег во время проведения клиринга системы Euroclear и Cedel могут предоставить покрытие под проведение соответствующей сделки. Однако не следует думать, что клиринговая система выступает лично в качестве лица, предоставляющего кредит. Система выступает лишь менеджером, который как бы распространяет ресурсы. На самом деле все заемные деньги предоставляются самими участниками. В зависимости от договора с системой, движение ресурсов может осуществляться как по согласию собственника, так и автоматически. Средства возвращаются на счет кредитора по первому требованию, с выплатой процентов по их использованию. Необходимо отметить, что соответствующий возврат гарантируется и самой системой, и одним из ведущих в мире банковских

¹¹ Источник: <http://www.euroclear.com>

синдикатов, который поддерживает конкретную клиринговую систему (например, Citibank - гарант Cedel).

В то время, участники Euroclear и Cedel по собственному желанию и в соответствии со своей политикой могут выступать в качестве и кредиторов, и дебиторов по отношению к другим членам соответствующей системы. Такие правила позволяют компаниям-участникам Euroclear и Cedel извлекать дополнительную прибыль. Специалисты Мост-банка приводят в пример мексиканские события, когда наблюдалось всеобщее падение цен. По их мнению, можно было взять в долг определенные активы, продать их в начале кризиса, а позже снова купить, но уже дешевле. Выгода налицо. Однако, что касается российских банков, то они имеют ограниченные возможности для участия, как в процедуре предоставления займа, так и наоборот.

И, наконец, если раньше клиринг проводился раз в день, то есть скорость реакции систем на возникновение кризисной ситуации была сравнительно невысокой - 1 день, то теперь клиринг проводится несколько раз в день, а по некоторым инструментам даже в режиме реального времени. Такая методика позволяет разбить довольно крупный для финансового рынка временной интервал на несколько мелких, что позволяет более оперативно отслеживать ситуацию в системе.

В добавление ко всему вышесказанному, хотелось бы добавить, что Euroclear и Cedel характеризуются полностью раскрываемой информацией о движении принадлежащих им средств. То есть, имея соответствующее оборудование, можно узнать, где в данный момент находятся ваши средства.

Все перечисленные функции систем Euroclear и Cedel, а также новые направления их развития, например, охват внутренних рынков ценных бумаг разных стран (Euroclear и Cedel позволяют производить расчеты через них с контрагентами, ценные бумаги которых находятся на счетах во внутренних расчетных системах АКВ (Германия) и DTC

¹² <http://www.clearstream.com/public/english/index.htm>

2.2 История размещения федеральных и муниципальных еврооблигаций России

Реальная возможность выхода на еврорынок появилась у России с 7 октября 1996 года. Именно в этот день мировые рейтинговые агентства Standart & Poor's, The Fitch-IBCA и Moody's объявили о присвоении Российской Федерации долгосрочных кредитных рейтингов BB-, BB+ и Ba2 соответственно. Сами по себе эти рейтинги нельзя назвать высокими. Они ставят Россию в один ряд с такими странами, как Польша и Мексика. На основании этого рейтинга можно определить приблизительную купонную ставку для будущих евробондов.

Как известно, в Правительстве рассчитывали получить рейтинг повыше. Но эксперт известного инвестиционного банка Salomon Brothers Дэвид Борен ещё за месяц предугадал результат. Тогда он заявил, что по его мнению, российские еврооблигации в соответствии с классификацией Standart & Poor's скорее всего получит рейтинг BB с минусом, либо B+, то есть почти наименьший из всех возможных для вновь выпускаемых ценных бумаг.

Однако в данном случае важен был не столько рейтинг, сколько сам факт его присвоения стране. Теперь возможности России по привлечению капитала существенно расширились. По крайней мере, при покупке российских долгов потенциальные инвесторы должны были ориентироваться не на слухи и собственные ощущения, а на независимую оценку платежеспособности эмитента ведущими рейтинговыми агентствами. Реакция Правительства РФ на присвоение рейтингов была самой позитивной.

Итак, с 7 октября у России появилась реальная возможность разместить свои долговые ценные бумаги на международном рынке. Для повышения спроса на бумаги и, следовательно, снижения доходности (а, значит, и стоимости для России) евробондов, российское правительство начало проведение road-show своих будущих евробумаг. Первая презентация состоялась в Токио в присутствии менеджеров крупнейших японских банков и инвестиционных компаний. Практика показывает, что, хотя

еврооблигации размещаются на биржах США и Европы, большой интерес к такого рода бумагам проявляют и азиатские, в том числе и японские инвесторы.

Как сообщил корреспонденту ИТАР-ТАСС заместитель начальника департамента иностранных кредитов и внешнего долга Минфина РФ Владимир Дмитриев, целью презентации было проинформировать японских инвесторов о состоянии российской экономики, перспективах её развития - с тем, чтобы "сформировать у них позитивное отношение к России".

В тот же день презентации были проведены в Люксембурге, за которым последовали Франкфурт, Цюрих, Париж, Лондон, Сеул, Гонконг, Лос-Анджелес, Миннеаполис, Бостон и Чикаго.

Само же размещение произошло на Нью-Йоркской фондовой бирже 21 ноября. Как сообщил Александр Лившиц, результаты размещения российского валютного займа превзошли все ожидания – правительство получило вдвое больше того, на что рассчитывало. Спрос на еврооблигации почти в два раза превысил предложение, и, как сказал Лившиц, можно было бы привлечь таким образом не один миллиард долларов.

Параметры российского еврооблигационного займа 1996 года

1. **Объем эмиссии:** 1млрд. долларов.
2. **Дата погашения:** 27 ноября 2001 года.
3. **Купонная ставка:** 9,25% годовых.
4. **Периодичность купонных платежей:** 1 раз в полгода.
5. **Форма выпуска:** бездокументарная форма на предъявителя.
6. **Депозитарно-торговая инфраструктура:** облигации задепонированы и торгуются в крупнейших международных клиринговых системах CEDEL и Euroclear.
7. **Налоговый режим в России:** доходы в виде процентов, полученных юридическими лицами - владельцами облигаций, не облагаются налогом на прибыль или налогом на доходы, а проценты, полученные физическими лицами

не облагаются подоходным налогом. Облигации не облагаются налогом на имущество.

Об интересе инвесторов (прежде всего частных) свидетельствует тот факт, что крупный «долгоиграющий» заем удалось разместить под чрезвычайно низкий процент. В процентном отношении размещение займа выглядит следующим образом: инвесторы США приобрели 41%, Южная Корея - 39%, Европа - всё остальное.

В первом транше Россия разместила еврооблигаций на \$1 млрд. под очень низкий процент - всего 9,25% годовых на 5 лет. Для сравнения стоит сказать, что доходность по рынку ОГСЗ в то время составляла около 50% годовых, а на рынке ГКО-ОФЗ - почти 60% годовых. Генеральными управляющими займа выступили инвестиционные банки J.P.Morgan и SBC Warburg.

В марте 1997 года Минфин РФ решил выпустить второй транш еврооблигаций, номинированный в немецких марках (в то время как первый был номинирован в американских долларах). Скажем сразу, выторговать проценты Александру Лившицу не удалось - они остались практически на том же уровне. Доходность облигаций на 370 базисных пунктов превышает доходность правительственных облигаций Германии (это около 9,2% годовых). Однако российская делегация рассчитывала на более низкую стоимость заимствований. В частности, назывались и такие величины спреда, как 320 пунктов. Впрочем, и эта доходность вполне соответствует уровню страны с кредитным рейтингом ВВ -.

Банками, размещающими российские евробонды второго выпуска стали:

Генеральные управляющие: немецкий Deutsche Bank и швейцарский Credit Suisse First Boston;

Старшие соуправляющие: три немецких банка - Commerzbank AG, Drezdner Bank Kleinwort Benson, J.P.Morgan GmbH и швейцарский - SBC Warburg;

Остальные 17 банков, в том числе российские, входили в группу соуправляющих займом. Среди них ABN AMRO Hoare Govett, Bayerische Landesbank, Deutsche Genossenschaftsbank, Investmentbank Austria, франкфуртское отделение Merrill Lynch,

Morgan Stanley, Salomon Brothers, Альфа-банк, "Империял", Международная финансовая корпорация, "Российский кредит".

При выпуске еврооблигаций, номинированных в немецких марках, Минфин РФ столкнулся с некоторой неожиданной проблемой – с раскупаемостью бумаг. В ноябре 1996 года бумаги разошлись почти мгновенно, а в этот раз только спустя неделю после размещения, удалось реализовать только около 80% выпуска. Но и это, как говорят специалисты, вполне неплохо. Дело в том, что практика первого размещения показала, что покупающие российские еврооблигации инвесторы, делают это, как правило, впервые. Если займы в долларах ориентированы на институциональных инвесторов, то с займами, эмитированными в марках, работают в основном частные инвесторы. Поэтому нельзя было ожидать, что эмиссия будет раскуплена также быстро, как это было при первом размещении.

По данным Агентства финансовой информации, в первый день торгов было размещено около 70% облигаций. 45% эмиссии приобрели германские инвесторы, около 20% выпуска продано в Азии, примерно 10% купили британские компании и банки. Оставшаяся часть еврооблигаций разошлась в других европейских странах, главным образом, в Бенилюксе. Дальнейшая продажа этих бондов проходила на всех мировых фондовых рынках, за исключением США, Великобритании и России.

Финансовый кризис, заставший российскую экономику плохо подготовленной, сказался в необходимости выпуска третьего транша, прежде всего, из-за остро бюджетного дефицита. Кроме того, считали, что, если не провести эмиссию облигаций сейчас, то потом могло стать поздно: к июлю активность на рынке могла упасть. К тому же наблюдатели считали, что ситуация на мировом рынке складывается очень благоприятно для заемщика. Многие аналитики считают, что этот выпуск стал самой большой удачей Минфина. Вот некоторые параметры эмиссии: объем эмиссии составил \$ 2 млрд., срок обращения - 10 лет. 53% выпуска размещено в США, 24% - в Азии, а оставшаяся часть - в Европе, в том числе во Франции, инвесторы которой впервые приобрели облигации РФ.

Во вторник 24 марта 1998 года генеральные управляющие объявили условия размещения новых ценных бумаг. Исходя из объявленных условий, это был самый неудачный из четырех выходов России на международный финансовый рынок. Однако участники рынка считают, что в условиях перенесшего кризис рынок лучшего быть и не могло. Объем выпуска четвертого транша российских еврооблигаций - DM 1,25 млрд. Дата погашения - 31 марта 2005 года. Выплаты по купону составляют 9,375%. Выпуск имеет ограничения на продажу в США, Великобритании и России. Генеральными управляющими выпуска являются Deutsche Morgan Grenfell и SBC Warburg. Несмотря на то, что заимствования на внешнем рынке обходятся России значительно дешевле, чем на внутреннем рынке, этот выпуск еврооблигаций был не столь успешный, как прошлые. Облигации размещены со спрэдом, превышающий рыночный примерно на 40 базисных пунктов. К тому же объем выпуска почти в два раза меньше, чем объем предыдущего. То есть доверие инвесторов к России стало стоить дороже.

Это произошло по нескольким причинам. Основная причина заключается в том, что размещение российских еврооблигаций - первое после мирового финансового кризиса. Кроме того, незадолго до выпуска одно из ведущих рейтинговых агентств - Moody's - снизило кредитный рейтинг России по долгосрочным заимствованиям в иностранной валюте. А именно на оценке рейтинговых агентств ориентируются инвесторы.

Помимо этого размер комиссии за управление и обслуживание выпуска, как заявили банки Deutsche Morgan Grenfell и SBC Warburg, составил 2,75% от суммы займа.

Это также увеличило стоимость заимствования. Негативное влияние на обстановку вокруг размещения евробондов оказал и правительственный кризис в России. Символично и то, что российский фондовый рынок никак не отреагировал на очередное размещение евробондов.

Разнообразие валют, в которых Россия выпускала свои бумаги было не особо большое¹³: восемь из них было выпущено в американских долларах, два - в немецких марках и один - в итальянских лирах. Выпуск облигаций в лирах носил в большей

¹³ http://www.minfin.ru/debt/str_debt.htm

степени политический оттенок. Во-первых, это видно из-за очень маленького объема выпуска (750 млрд. лир примерно равно 365 млн. долларов), во-вторых, выпуск был произведен после договоренности о начале проекта ГАЗ-Фиат.

Успешное размещение первого транша российских бумаг для местных администраций было подобно стартовому выстрелу. О намерении пойти по пути федеральных властей немедленно заявили правительства Москвы, Санкт-Петербурга, Нижнего Новгорода, а также Московской и Свердловской областей, республик Татарии и Марий Эл. Впрочем, поддержку федерального правительства получили лишь инициативы первых трех городов.

В апреле 1997 года президент России Борис Ельцин подписал указ “О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области”. К настоящему времени именно эти три региона разместили еврооблигационные займы.

Остановимся поподробнее на займе Нижегородской области. Чуть более трех с половиной лет назад бывшим губернатором Борисом Немцовым было принято решение о крупном внешнем заимствовании на мировом финансовом рынке. Делать это решили в два этапа. Сначала нужно было получить кредитный рейтинг, а уже потом - определять форму заимствования. Как вариант, рассматривалась возможность получения индичированного кредита западных банков. Остановились все-таки на рынке еврооблигаций.

Осенью 1997 года администрация области провела конкурс среди крупнейших мировых финансовых институтов по выбору рейтингового консультанта, которым стал англо-голландский банк ING Barrings. Он же был признан и в конкурсе на право стать ведущим менеджером нижегородского еврозайма.

Работы по рейтинговому консультированию и получению кредитного рейтинга были проведены в крайне сжатые сроки - за три месяца. Москва на получение рейтингов затратила 8 месяцев, а Петербург - около года. 25 февраля два крупнейших рейтинговых агентства Moody's и Standart & Poor's определили кредитный рейтинг Нижегородской

области, который оказался равным рейтингу Российской Федерации: Ва2 и ВВ-соответственно.

В конце марта 1997 года работы по выпуску еврооблигаций были приостановлены из-за смены руководства области: размещать еврооблигации в условиях политической нестабильности, обусловленной проходящей предвыборной кампанией, было невозможно. Несмотря на то, что область была уже готова выпустить еврозайм уже в конце мая, размещение еврооблигаций было отложено на середину сентября.

Результатом работы с аппаратом правительства РФ, Министерством финансов, Центральным банком, стал указ Президента (см. выше), которым на эмиссии еврооблигаций трех субъектов федерации - Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области - был распространен льготный режим налогообложения, действовавший в отношении еврозаймов России. Западными фирмами была проведена всесторонняя юридическая проверка Нижегородской области как эмитента.

Основным условием, благодаря которому выпуск стал возможен, можно считать тот факт, что с 1993 года область наладила управление собственными финансами и в течение последних лет жила по средствам, проводя очень осторожную политику заимствований на внутреннем рынке страны. Западные инвесторы особо отметили, что областные власти изначально намеривались использовать полученные от продажи еврооблигаций средства на рефинансирование старых долгов и финансирование затратных статей бюджета..

В итоге Нижегородская область, которая провела размещение после двух столиц, разместила еврооблигации на более выгодных условиях: купонная ставка (процент, выплачиваемый эмитентом инвестору) по бумагам Нижегородской области ниже, чем у аналогичных ценных бумаг, то есть Нижегородская область будет тратить на обслуживание своего еврозайма меньше средств, чем другие российские эмитенты.

При размещении иностранцы проявили удивительную дотошность. Их интересовали мельчайшие подробности нашей жизни, от политической ситуации в стране до состояния местной казны. Как пошутил директор областного департамента финансов Виктор Лукин, бюджет они знали не хуже него самого, приводили цифры,

задавали каверзные вопросы что будет с нашей промышленностью, как власти станут сокращать дефицит бюджета, когда расплатятся с населением по детским пособиям и зарплате. Нижегородцы провели два радиотелефонных моста с Нью-Йорком. Интерес к нашим евробондам проявили и американцы. Многих собеседников Склярова радовало, что нынешний нижегородский губернатор является преемником Бориса Немцова.

Спрос на нижегородские еврооблигации превысил предложение: количество заявок зашкалило за 100 миллионов долларов.

В октябре 1997 года средства от размещений поступили в область. Распоряжением губернатора области созданы по отраслевому принципу 12 рабочих групп, задачей которых будет оценка целесообразности использования средств еврозайма для финансирования инвестиционных проектов предприятий и организаций Нижегородской области.

В размещении еврооблигаций приняли участие американские, европейские и японские банки. Вот официальный состав синдиката банков, принявших участие в размещении:

- ING Barrings (lead manager выпуска);
- MC-BBL Securities (co-lead manager);
- CS First Boston, Salomon Brothers, МФК “Ренессанс”, J.P.Morgan, Merrill Lynch, Nomura International, Goldman Sachs, Deutsche Morgan Grenfell, Morgan Stanley, Raiffeisenbank, Creditanstalt - (co-managers).

Состав более чем впечатляющий. Российский финансовый консультант Нижегородской области по выпуску евробондов - коммерческий банк “Еврофинанс”.

В целом докризисный дебют России на рынке еврооблигаций можно признать вполне успешным. Сроки проведения выпусков, условия и валюта займов были выбраны достаточно удачно, что позволило привлечь значительные для эмитентов объемы финансирования под сравнительно невысокий процент. Внешние заимствования оказались более дешевыми по сравнению с привлечением финансовых средств на внутреннем рынке. К сожалению, августовский кризис 1998 года подорвал доверие инвесторов ко всем российским эмитентам из-за отказа правительства выполнять свои

обязательства по ГКО/ОФЗ. В результате ведущие аналитические агентства понизили рейтинги российских облигаций на 5 – 6 пунктов. Резко изменились также котировки федеральных и субфедеральных бумаг.

Самой масштабной российской операцией по секьюритизации долгов стала сделка, заключенная в 1997 году с Лондонским клубом кредиторов. Ей предшествовал целый ряд событий. Переговоры с Лондонским клубом проводились, начиная с 1991 года. В 1993 году полномочия по обслуживанию долга были переданы Внешэкономбанку, который позднее был назначен официальным должником перед клубом. В 1995 году был подписан меморандум о принципах реструктуризации долга бывшего Советского Союза на общую сумму 32,3 млрд. долларов США, из которых на основную сумму долга приходилось 24 млрд. долларов США, а на накопленные проценты - 8,3 млрд. долларов США. Меморандум предполагал реструктуризацию долга на срок 25 лет с семилетним льготным периодом, в течение которого выплачиваются лишь проценты по льготной ставке. Основной долг переоформлялся в долгосрочный синдицированный кредит сроком 25 лет, агентом по которому был определен Bank of America. Он получил название PRIN (от principal - основная сумма). Предполагалось, что обязательство PRIN будет обращаемым, и *Bank of America* к моменту заключения соглашения была разработана специальная процедура ведения учета и оформления заявок по переуступке права требования по нему. Для урегулирования задолженности по просроченным процентам предлагалась эмиссия процентных облигаций - IAN (Interest Arrears Notes) на сумму свыше 6 млрд. долларов США.

Участники рынка с энтузиазмом встретили эти намерения. Еще до заключения самого соглашения стали активно совершаться операции с ожидаемыми к выходу инструментами. Торговля шла на основе условия «когда и если» (“when and if basis”). Кроме того, в расчет не принимался накопленный купонный доход, т.е. эти инструменты воспринимались как бескупонные. Было установлено, что все финансовые и депозитарные расчеты по операциям с инструментами PRIN и IAN будут произведены лишь в случае их фактического выхода в обращение. До этого момента все операции отражались в виде

«бумажных позиций» продавцом и покупателем обязательств по каждой конкретной сделке, а бухгалтерия для учета операций использовала забалансовые счета.

Собственно соглашение было заключено в конце 1997 года. В частичную оплату процентов по основному долгу Россия выплатила кредиторам более 3 млрд. долларов США. Эмитентом зарегистрированных на Люксембургской фондовой бирже новых облигаций (IAN) стал Внешэкономбанк, гарантом выполнения обязательств выступило Правительство России. Купонный доход как на PRIN, так и на IAN был установлен на уровне 6-месячного LIBOR + 13/16. К моменту заключения соглашения были подписаны протоколы выверки задолженности с 423 отдельными кредиторами более чем по 27,000 заявленных позиций. Таким образом, реализованное соглашение стало рекордным по объему проведенной Лондонским клубом реструктуризации задолженности.

Начиная с ноября 1996 Россия становится участником самого молодого и динамично развивающегося сегмента рынка долговых ценных бумаг - рынка еврооблигаций. В течение последующих почти двух лет, до июля 1998 года, Россией было размещено 9 выпусков на общую сумму около 16 млрд. долларов США (включая займы в немецких марках и итальянских лирах)¹⁴. Выход на этот рынок должен предваряться присвоением одним или несколькими ведущими рейтинговыми агентствами Standart & Poor's, Moody's, Fitch IBCA кредитного рейтинга. Первые выпуски были встречены рынком с воодушевлением: спрос всегда превышал предложение, спред на момент размещения находился на приемлемом уровне, ликвидность рынка повышалась. Азиатский кризис конца 1997 года ознаменовал перелом рыночных настроений. Помноженные на кризис отсутствие серьезных достижений, экономического роста, нарастание внутриэкономических проблем, а позднее и политические пертурбации усиливали недоверие инвесторов, что вылилось в снижение цен всей номенклатуры российских ценных бумаг, в ухудшение условий размещения новых выпусков еврооблигаций. В создавшихся условиях Российское правительство не смогло ничего противопоставить ухудшающейся обстановке на международных рынках. Возникло положение, когда не правительство управляло ситуацией, а ситуация управляла

действиями правительства. Организованные в июне 1998 года выпуски пятилетних и тридцатилетних еврооблигаций на суммы в 1,25 и 2,5 млрд. долларов США соответственно являются доказательствами данного тезиса. Так, спрэд при размещении пятилетних облигаций срок погашения 10 июня 2003 года оказался на 50 базисных пунктов выше российской рыночной кривой доходностей¹⁵. Это привело к «взламыванию» кривой, так как участники рынка стали покупать новые бумаги, одновременно продавая примерно сравнимые с ней более ранние долларовые выпуски еврооблигаций с датами погашения 2001 и 2007 год и облигации ОВВЗ. Для повышения привлекательности выпуск тридцатилетних облигаций был снабжен десятилетним опционом «пут», согласно которому инвестору дается право предъявить к погашению данные еврооблигации через десять после их выпуска в обращение. Таким образом, тридцатилетняя облигация может превратиться в десятилетнюю (сроком погашения 2008 год). Спрэд был установлен на уровне, превышающем на 25 - 50 базисных пунктов доходность уже находившихся в обращении российских еврооблигаций сроком погашения в 2007 году¹⁶. Такой поворот событий спровоцировал инвесторов на аналогичное вышеописанному поведение: новые бумаги приобретались при одновременной продаже «старых». Можно, конечно, попенять на то, что более удачному размещению помешал МВФ, распространивший сообщение о задержке в выделении очередного кредита как раз во время процедуры размещения тридцатилетних облигаций¹⁷ (как тут не вспомнить о политической нейтральности, декларируемой самим фондом), однако следует признать, что причины лежат гораздо глубже.

Выпуски еврооблигаций июля 1998 года стали результатом конвертации ГКО в эти инструменты. Обмен на общую сумму 6,44 млрд. долларов США был организован Министерством Финансов РФ при содействии американского инвестиционного банка Goldman Sachs. Причиной организации обмена стало отсутствие возможности произвести

¹⁴ Постановления Правительства №1320 от 04/11/1996, №71 от 23/01/1997, №302 от 14/03/1998, №843 от 20/07/1998 гг.

¹⁵ Под рыночной национальной кривой доходности понимается кривая, построенная исходя из доходностей государственных облигаций данной страны с разными сроками погашения.

¹⁶ Это стало российским изобретением. Обычной рыночной практикой является привязывание спрэда к соответствующим по валюте и сроку обращения ценным бумагам исходного уровня (*benchmark*). Для долларовых облигаций такими ценными бумагами являются американские казначейские облигации (*Treasury bonds*).

¹⁷ См. «Russia Claws in Another \$3.75 Billion», Euromoney, July 1998.

погашение большой массы ГКО в сентябре-октябре 1998 года. Таким образом, эта сделка стала примером трансформации государственного внутреннего долга во внешние долговые обязательства. Параметры выпуска этих бумаг лишь подтвердили тенденцию к ухудшению позиций России на международных рынках капиталов. Информация о еврооблигационных займах приведена в таблице 2¹⁸.

Финансово-банковский кризис августа 1998 г. лишил Правительство РФ тех преимуществ, которые оно получило, завершив в 1997 г. всеобъемлющую реструктуризацию задолженности бывшего СССР. В первую очередь это выразилось в утрате возможности использовать ресурсы международных финансовых рынков для финансирования расходов по погашению и обслуживанию госдолга. В этой ситуации Россия была вынуждена приостановить выплаты по долгу бывшего СССР. В ноябре 1998 г. Правительство РФ обратилось к кредиторам-членам Лондонского (а также Парижского) клуба с предложением о проведении переговоров о дополнительной реструктуризации ранее оформленных финансовых обязательств. По состоянию на 31 декабря 1998 г. задолженность России перед Лондонским клубом, включая просроченные проценты (362 млн долл.), достигла 29,6 млрд долл. При этом предложение российской стороны урегулировать просроченные на 2 декабря 1998 г. суммы путем выпуска процентных облигаций IAN вместо осуществления в соответствии с базовыми соглашениями платежей наличными не получило поддержки со стороны необходимого количества кредиторов (требовалось 95% голосов, было получено 72%).

В этих условиях решение Лондонского клуба о предоставлении Внешэкономбанку 6-месячной отсрочки (ролловера) вернуло ситуацию, как было отмечено в соответствующем докладе ВЭБ, на 7 лет назад. 19 января 1999 г. было объявлено, что кредиторы, входящие в Лондонский клуб, отказались от юридического оформления факта дефолта и предъявления в связи с этим судебных исков к Внешэкономбанку и предпочли продолжить переговоры о реструктуризации долга.

В ходе последовавших вслед за этим переговоров российской стороны с представителями Лондонского клуба (всего начиная с ноября 1998 г. состоялось семь

¹⁸ Источник: <http://www.minfin.ru>

раундов таких переговоров) были предприняты попытки выйти на взаимоприемлемую формулу новой реструктуризации.

Фактические результаты урегулирования, объявленные 11 февраля 2000 г. во Франкфурте-на-Майне (ФРГ) по завершении седьмого раунда переговоров делегации РФ во главе с первым заместителем председателя Правительства РФ, министром финансов РФ М. Касьяновым с Консультативным комитетом Лондонского клуба во главе с В. Вендтом ("Deutsche Bank"), выглядели следующим образом:

1. Долг Внешэкономбанка СССР переоформляется (обменивается с определенным дисконтом) в суверенный долг Российской Федерации в форме еврооблигаций.
2. Предметом обмена являются обязательства PRIN и IAN, задолженность бывшего СССР по торговым соглашениям будет переоформляться в соответствии с отдельным предложением при аналогичных условиях.
3. Общая величина задолженности перед Лондонским клубом составляет 31,8 млрд долл. Эта сумма состоит из 22,2 млрд задолженности по реструктуризированным кредитам (PRIN), 6,8 млрд долл. задолженности по процентным облигациям ВЭБ (IAN) и 2,8 млрд задолженности по просроченным процентным платежам (PDI) по *PRIN* и *IAN* (включая проценты на проценты), рассчитанной на 31 марта 2000 г. Обмен начался 31 марта 2000 г.

Российская Федерация предлагала обменять обязательства PRIN на 30-летние еврооблигации с дисконтом 37,5% от номинала. Облигации IAN будут также обмениваться на 30-летние еврооблигации, но с дисконтом 33% от номинала.

Новые еврооблигации будут иметь переменную величину купона, который будет выплачиваться 2 раза в год¹⁹, период амортизации - 47 полугодичных купонов после 7 лет льготного периода.

¹⁹ Митрофанова Э., Назаренко Б., Кузьменко А., Переоформление задолженности РФ Лондонскому клубу кредиторов в цифрах. //Рынок ценных бумаг// 2000, № 11.

Год	Поток платежей		Погашение основного долга, %		Погашение основного долга, %	
	после переоформления	до переоформления	PRINs	IANs	Euro2010	Euro2030
2000	0,58	1,68	-	-	9,5	-
2001	0,9	2,12	-	-	-	-
2002	1,13	2,69	1	1	-	-
2003	1,13	2,98	2	2	-	-
2004	1,13	2,94	2	2	-	-
2005	1,69	3,29	3	4	-	-
2006	1,68	3,62	4	6	20,1	-
2007	1,82	3,99	4	11	20,1	1
2008	1,99	5,1	8	15	20,1	1
2009	2,44	5,05	8	17	20,1	4
2010	2,15	5,57	12	16	10,1	4,5
2011	2,36	5,36	15	10	-	6
2012	2,28	4,72	13,5	10	-	6
2013	2,2	2,7	9	2	-	6
2014	2,11	1,99	6,5	2	-	6
2015	2,03	1,78	2	2	-	6
2016	1,95	0,6	2	-	-	6
2017	1,87	0,56	2	-	-	6
2018	1,78	0,53	2	-	-	6
2019	2,07	0,5	2	-	-	8
2020	1,97	0,47	2	-	-	8
2021	1,49	-	-	-	-	6
2022	1,4	-	-	-	-	6
2023	0,94	-	-	-	-	4
2024	0,88	-	-	-	-	4
2025	0,27	-	-	-	-	1
2026	0,25	-	-	-	-	1
2027	0,24	-	-	-	-	1
2028	0,22	--	-	-	-	1
2029	0,21	-	-	-	-	1
2030	0,1	-	-	--	-	0,5
Итого	43,27	58,24	100	100	100	100

Российская Федерация одновременно предлагает обменять требования по просроченным процентам PDI на новые российские еврооблигации (по номиналу, без дисконта), погашаемые в течение 10 лет (6-летний льготный период) и купоном, равным

8,25% годовых. На дату юридического вступления в силу сделки по обмену будет произведен наличный платеж в сумме около 9,5% от номинала (270 млн долл.) этих 10-летних еврооблигаций. Агентом по обмену облигаций был назначен Citibank N.A., а агентом по обслуживанию Chase Manhattan Bank. Облигации были оформлены, как и все предыдущие, глобальным сертификатом²⁰.

По мнению Алексея Казакова (ИБГ «НИКойл») и Натальи Щербиной (КБ «Диалог-Оптим»), реструктуризация имела ряд положительных моментов для России²¹.

Во-первых, после переоформления России будет необходимо выплатить кредиторам в течение 30 лет сумму в размере 43,27 млрд долл., что на 26% меньше, чем по первоначальным договоренностям.

Во-вторых, с учетом сложившейся доходности на российские еврооблигации, которая колеблется в настоящий момент от 16 до 18% годовых, реальное списание долга составило более 50%.

В-третьих, дюрация долга увеличилась на 21%, что также является положительным результатом.

В-четвертых, на 33% снизилась общая величина требований кредиторов.

Все вышесказанное, с одной стороны, действительно подтверждает заявления правительства о значительном снижении долговой нагрузки по Лондонскому клубу.

На данный момент макроэкономическое положение России является достаточно стабильным, что выражается в успехах последних месяцев по пополнению доходной части бюджета и в высоких ценах на основные экспортные позиции России на мировых рынках, прежде всего на нефть, нефтепродукты, цветные металлы и металлы платиновой группы.

По всей видимости, наиболее благоприятный момент для форсирования переговоров с кредиторами приходился на послекризисный период, вплоть до конца лета 1999 г., когда экономика России находилась в гораздо более ослабленном

²⁰ Приказ Минфина РФ №71н от 18/07/2000г. «Об эмиссии облигаций внешних облигационных займов Российской Федерации с окончательными датами погашения в 2010 и 2030 годах, выпускаемых в процессе реструктуризации задолженности бывшего СССР перед иностранными коммерческими банками и финансовыми институтами, объединенными в Лондонский клуб кредиторов».

²¹ Внешние долги России – между Лондоном и Парижем //Рынок ценных бумаг// 2000, №11.

состоянии, не сложилась устойчивая тенденция роста цен на энергоносители, не начались боевые действия на Северном Кавказе и все оценки перспективы развития российской экономики были более пессимистичными.

Еще одним немаловажным фактором оценки эффекта достигнутых договоренностей является реакция участников рынка. Как правило, в среднесрочной перспективе рынок верно оценивает происходящие изменения.

До реорганизации долга и его переоформления в российские еврооблигации количество этих ценных бумаг в обращении составляло около 15,5 млрд долл. по номиналу. После переоформления суммарный объем евробондов увеличится в 2,4 раза и составит более 36,5 млрд долл. Значительное увеличение объема этих бумаг практически не оказало негативного эффекта на доходность еврооблигаций.

2.3 Еврозаймы российских эмитентов

По причине слишком высокого уровня процентных ставок внутри страны, российские предприятия в 1997-1998 гг. были заинтересованы в получении доступа к заметно более дешевому иностранному финансированию, в том числе, в форме выпуска облигаций на иностранных финансовых рынках. При этом наибольшие возможности в этом плане предоставлял рынок еврооблигаций. Поэтому именно выпуск еврооблигаций был популярным способом привлечения ресурсов крупными российскими предприятиями в 1997-1998 года.

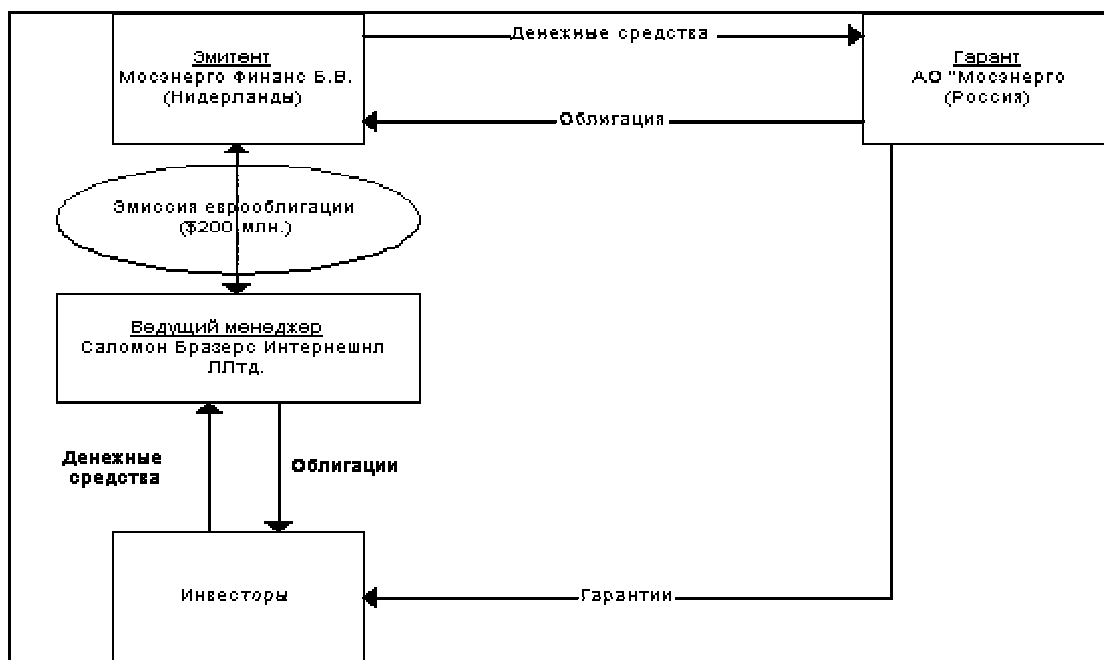
В период с июля по сентябрь 1997 г. Альфа-банк, СБС-Агро, ОНЭКСИМ Банк, Внешторгбанк, «Российский кредит» выпустили 3-годичные облигации на общую сумму 1,025 млрд долл. В 1997-1998 гг. акционерные общества Татнефть, МГТС, Мосэнерго, Иркутскэнерго и Сибнефть также разместили еврозаймы почти на 0,9 млрд долл. Конечно, указанный объем заимствований несопоставим с выпусками других эмитентов. Например, компания «Форд» в тот же период разместила еврооблигации в размере более 17 млрд долл.

Выпуск еврооблигаций российскими компаниями получил распространение с начала 1997 года (в конце 1996 года Россия получила кредитный рейтинг и осуществила выпуск своих еврооблигаций). По своей специфике, выпуск еврооблигаций может быть выгодным путем привлечения ресурсов только для очень крупных предприятий (объем выпусков еврооблигаций российских предприятий составляет порядка \$100-200 млн.), поскольку сами расходы на выпуск еврооблигаций измеряются сотнями тысяч долларов. Не случайно, выпуск еврооблигаций практиковали только крупнейшие российские предприятия: Мосэнерго, Лукойл, Сибнефть, Татнефть, Иркутскэнерго.(см. таб. 8)

При этом выпуск облигаций реально мог осуществляться по достаточно сложной схеме, поскольку существуют большие сложности с регистрацией выпуска облигаций и распространением облигаций на международных финансовых рынках. Формальным эмитентом облигаций в большинстве случаев выступали не сами предприятия, которые являются конечными получателями денег, а специально учреждаемые для этой цели компании, зарегистрированные за пределами России.

Приведем в качестве примера схемы выпуска облигаций компаниями Мосэнерго и Сибнефть.

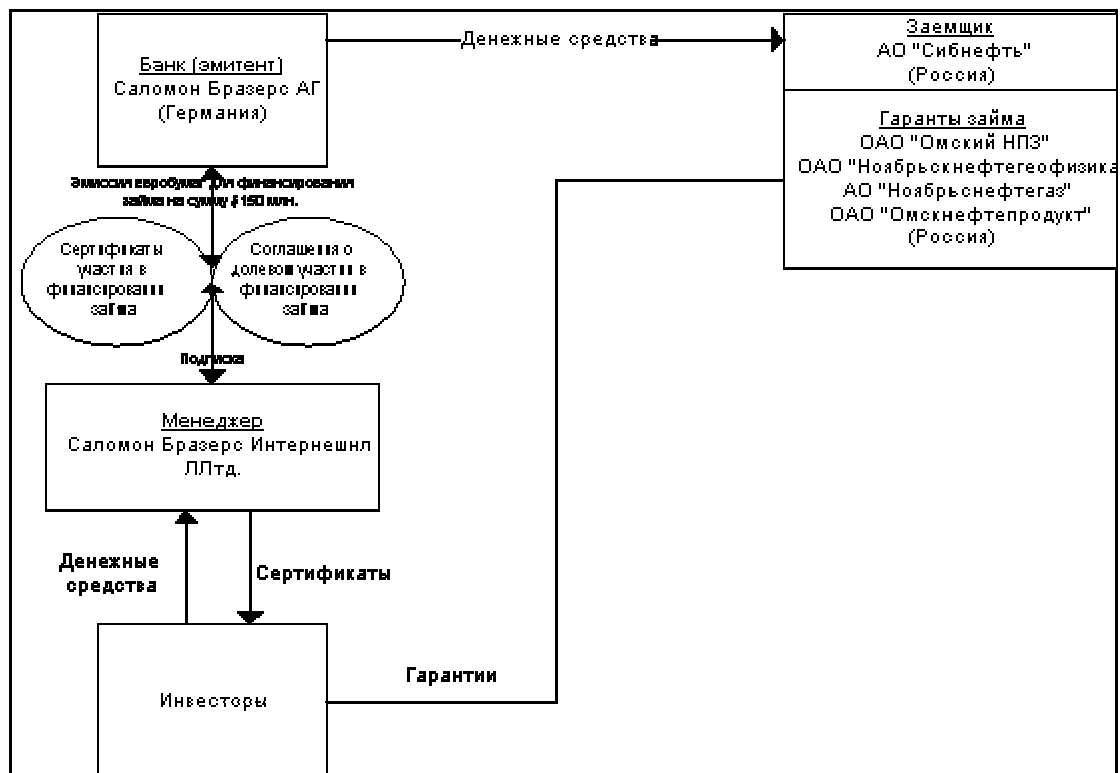
Принципиальная схема выпуска еврооблигаций компанией Мосэнерго имела следующий вид:



Важными представляются следующие моменты:

1. Формальным эмитентом облигаций, приобретаемых конечными инвесторами является дочерняя компания «Мосэнерго Финанс», специально учрежденная Мосэнерго для осуществления внешних заимствований.
2. Менеджеры осуществляют размещение облигаций среди инвесторов и передают вырученные средства эмитенту
3. Мосэнерго выпускает облигации (точнее, 1 облигацию номиналом 1 млрд. 200 млн. руб., т.е. около \$200 млн. на момент размещения), покупателем которой выступает Мосэнерго Финанс. Таким образом происходит приход денег конечному их получателю.

«Сибнефть» выпустила облигации по следующей схеме:



Ключевые моменты данной схемы следующие:

1. Формальным эмитентом евробумаг (фактически, используются даже не еврооблигации, а специальные инструменты - сертификаты участия и соглашения о долевом участии) является иностранный банк Саломон Бразерс АГ.
2. Банк предоставляет Сибнефти кредит на сумму привлеченных средств
3. Гарантами привлечения средств выступают дочерние предприятия «Сибнефти»

Глава 3. Современное состояние рынка еврооблигаций

3.1 Основные моменты и тенденции развития

Сегодняшняя ситуация на рынке еврооблигаций такова, что благодаря высокой активности на первичном рынке евробумаг инвестиционные банки смогли получить значительные прибыли. При этом конкурентная борьба остается высокой и проявляется даже в России.

Американские инвестиционные банки доминируют в области гарантирования займов и разработке новых методов инвестирования; европейские - лидируют по объемам размещенных выпусков. В настоящее время настроение на рынке в большей степени определяют европейские участники.

Несмотря на то что введение в наличный оборот новых евробанкнот произойдет только 1 января 2002 г., уже с 1 января 1999 г. стал возможным выпуск еврооблигаций с номиналом в новой валюте.

Глобальная валютная интеграция серьезно изменила лицо рынка евробумаг, в частности привела к пересмотру многих видов рисков. Так, дополнительный риск иностранных инвестиций является следствием неопределенности, связанной с возможностью конвертации средств в валюту страны проживания инвестора. Фактически данный риск состоит из политического и валютного рисков. Риск обмена валюты с введением евро значительно сократится и далее будет уменьшаться по мере расширения зоны евро и включения в ее состав новых стран. Необходимость проведения единой экономической политики европейских правительств, связанная с желанием стабилизировать курс евро, приведет к уменьшению инфляционного риска и риска изменения экономических и правовых условий игры на рынке. Одновременно со снижением рисков начнется постепенное понижение процентной ставки по еврооблигациям.

Валютная интеграция не только избавит европейских эмитентов от риска обмена валют, но и изменит сам подход к определению уровня доходности обязательств. Дело в том, что цена евронон, выпускаемых в основном странами с высокоразвитой рыночной экономикой, определяется на базе рейтинга заемщика, присваиваемого международными рейтинговыми агентствами. По результатам оценки определяется процентная ставка. С созданием ЕВС рейтинговые агентства пересмотрят систему рейтингов европейских стран. Значения рейтингов ведущих стран ЕС близки друг к другу, следовательно, и доходность по их еврооблигациям будет приблизительно на одном уровне. С одной стороны, это приведет к поиску международными инвесторами новых высокодоходных инструментов, с другой - к стремлению эмитентов выпускать облигации на стабильном необъятном рынке евродолга.

Необходимо отметить, что создание единого рынка еврооблигаций скажется на его прежней структуре, поскольку появится новый интегрированный внутренний рынок, номинированный в евро. Он включит в себя существующие долги в национальных валютах, которые будут пересчитаны в евро. При этом ряд понятий потеряют свою определенность. Так, некоторые облигации, эмитированные одним заемщиком в нескольких европейских странах, по своим формальным признакам уже перестанут быть еврооблигациями. Не будут они относиться и к классу иностранных или обыкновенных внутренних облигаций. Скорее всего, новообразованный класс облигаций образует еще один, не определенный пока сектор международных облигаций.

Доля европейских эмитентов на рынке евробумаг составляет 45%²². По-видимому, с переходом на новую валюту они предпочтут выпускать обязательства в евро. К зоне евро следует причислить еще и неевропейских заемщиков, эмитировавших свои бумаги в европейских валютах. Таким образом, возникает крупнейший мировой рынок капитала, способный потеснить евродолларовый рынок облигаций. Вопросы конкуренции рынков доллара и евро представляют собой отдельную проблему. Пока же

можно предложить, что единый рынок капитала будет привлекать внимание множества участников рынка. Уже сейчас идет процесс адаптации к евро и использованию его новых возможностей. Образовались два новых сектора: евроазиатских и взаимозаменяемых облигаций.

Специалисты Deutsche Bank Research высказали мнение, что России будет выгодно размещать еврооблигационные займы, номинированные в евро. В долгосрочной перспективе с ними можно безусловно согласиться. Рынок еврооблигаций - один из самых крупных и одновременно перспективных в мире. Однако анализ характеристик инвесторов в российские еврооблигации говорит отнюдь не в пользу европейских инвесторов.

Вторичный рынок еврооблигаций растет не меньшими темпами, чем первичный. Как и в предыдущие годы, рост оборота в большей степени был обеспечен за счет активности на внутренних рынках ценных бумаг, нежели за счет международных центров торговли. Расширение торговли сопровождалось развитием международного рынка репо, что обусловлено началом тесной интеграции европейских клиринговых систем²³.

Что касается еврооблигаций России, то начиная с первого выпуска российских еврооблигаций котировки по ним стали расти, так как момент выпуска совпал с погашением Минфином России 2-го транша ОВГВЗ в 1996г. К тому моменту 1-й транш был уже успешно погашен в 1994г.

В 1996-97гг. и начале 1998 г. еврооблигации медленно росли. Однако в первые месяцы после девальвации 1998 г. российский долг можно было скупить за десятую часть его номинала. Если бы тогда у России были такие средства²⁴.

²² Источник: «Bloomberg»

²³ Крылова В., Храпченко Л., Российские долговые бумаги: итоги прошедшего года. //Рынок ценных бумаг// 2001, №2.

²⁴ Бондарь Т. Опыт внешних облигационных заимствований российских регионов // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 9

Однако с весны 1999 г. котировки российских внешних обязательств росли в цене. Наиболее сильный рост приходил на период от середины декабря 1999 г. до середины февраля 2000 г.; за это время облигации прибавили в полтора раза - от 50-65% до 70-80% от своей номинальной стоимости. Еще в 1997 г. это казалось инвесторам достаточно надежным условием будущего погашения, но 1998 г. все изменил. Уже в июле 1998 г. котировки облигаций PRIN и IAN упали до 50% от номинала: вероятность их погашения значительно снизилась, после того как бюджетные проблемы России стали реальностью для всех. А затем, после дефолта по внутреннему долгу, стоимость долгов перед Лондонским клубом снизилась едва ли не до уровня стоимости лотерейного билета.

Реально рынок стал полностью неликвидным, желающих купить облигации просто не находилось.

Надо сказать, что когда в середине 1999 г. Россия стала выходить из кризиса, то котировки еврооблигаций стали увеличиваться значительно более резко, чем котировки облигаций Лондонского клуба. Причина такого положения очевидна: Россия не желала допустить дефолт по еврооблигационному долгу, понимая, что в этом случае выход на мировые рынки капитала будет закрыт на годы, если не на десятилетия. С ростом российской экономики росла и вероятность того, что евродолг будет оплачиваться строго по графику. В то же время по облигациям Лондонского клуба (так же, как и по несекьюритизированным долговым обязательствам Парижскому клубу кредиторов) шел мучительный переговорный процесс, целью которого было смягчение графика платежей²⁵.

В конце 2000г. котировки российских валютных бумаг снижались. На рынок внешних обязательств России, как и на другие сегменты финансового рынка, оказывают влияние прежде всего ситуация с американскими процентными ставками и, самое

²⁵ Лусников А. Внешний долг РФ: экспортный вариант «пирамиды» или ресурс для экономического возрождения страны? //Рынок ценных бумаг// 2000, №5.

главное, - перспективы их дальнейшего повышения. Инвесторы, пытаясь снизить риски, вели игру на понижение²⁶. Дело в том, что большая часть внешних долгов России номинирована в долларах, поэтому повышение процентной ставки Федеральной резервной системы США (ФРС) снижает стоимость российских долгов. Это основной фактор, определявший в конце 2000г. снижение цен на внешние долги нашей страны и практически полностью нивелировавший позитивные факторы (См. Приложение). Среди последних следует отметить: крайне благоприятную для России ситуацию на сырьевых рынках; рост положительного сальдо платежного баланса; стабильный рост валютных резервов ЦБР; ужесточение норм валютного законодательства, направленных на сокращение экспорта капитала.

Последней новостью, заставившей инвесторов понервничать в начале 2000г. и начать продавать внешние долги России, стало распространение слуха о якобы готовящейся в ближайшее время Минфином реструктуризации ОВВЗ IV и V траншей. За три дня - с 22 по 24 мая 2000 г. - цены по данным бумагам упали на 20%, потянув за собой остальные внешние долги РФ. Пожалуй, единственными фактически не изменившимися в цене остались PRINs и IANs, причиной чего стала приближающаяся (в начале июня) реструктуризация по данным долгам.

Однако уже 26 мая 2000 г. в средствах массовой информации вышло заявление зам. министра финансов С. Колотухина о том, что реструктуризация ОВВЗ IV и V траншей «Минфином не рассматривалась и не рассматривается», после чего на рынке внешних долгов наблюдалась коррекция, составившая 30-40% от падения²⁷.

На протяжении последних нескольких месяцев с момента появления первой информации о ходе переговоров котировки обязательств PRINs и IANs непрерывно росли. Если на первую половину ноября 2000г. котировки PRINs колебались на уровне 10% от номинала, то к моменту объявления окончательных результатов составляли

²⁶ Внешние долги России – между Лондоном и Парижем //Рынок ценных бумаг// 2000, №11.

²⁷ Внешние долги России – между Лондоном и Парижем. //Рынок ценных бумаг// 2000, №11.

порядка 19%, по облигациям IANs - 12 и 22% соответственно. Рост цен на еврооблигации за тот же период составил около 25-30% в зависимости от транша.

После объявления условий реорганизации задолженности котировки PRINs выросли до 24%, по IANs - до 25% от номинала. Общий рост котировок за последние четыре месяца 2000 г. составил по PRINs около 140%, по IANs более чем в 2 раза. Реакция держателей еврооблигаций была более сдержанной, однако цены на облигации 2018 и 2028 гг. впоследствии несколько снизились, что частично объясняется значительным увеличением объемов еврооблигаций в обращении с погашением в эти сроки²⁸.

До реорганизации долга и его переоформления в российские еврооблигации количество этих ценных бумаг в обращении составляло около 15,5 млрд долл. по номиналу. После переоформления суммарный объем евробондов увеличился в 2,4 раза и составило более 36,5 млрд долл.²⁹. Значительное увеличение объема этих бумаг практически не оказало негативного эффекта на доходность еврооблигаций.

В конце 2000 г. рынок российских еврооблигаций испытывал значительные колебания, вызванные как внешними, так и внутренними причинами, и в целом получил некоторое снижение. Среди внешних причин прежде всего следует отметить крайне неблагоприятную конъюнктуру мировых финансовых рынков: резкие падения американских акций и политическую неопределенность в США после выборов, кризис в Турции, неопределенность вокруг Перу и Аргентины.

Однако, несмотря на нездоровую ситуацию на глобальных рынках и отсутствие крупных позитивных внутрироссийских новостей, российский долг испытывал существенную поддержку в течение всего IV кв. 2000г³⁰. Помимо весьма впечатляющих макроэкономических показателей, привлекающих внимание иностранных инвесторов,

²⁸ Митрофанова Э., Назаренко Б., Кузьменко А. Переоформление задолженности РФ Лондонскому клубу кредиторов в цифрах //Рынок ценных бумаг// 2000, №11.

²⁹ Там же.

³⁰ Долги парижскому клубу: прогресса в переговорах не ожидается //Рынок ценных бумаг// 2001, №2.

рынок также обязан своей стабильностью избыточной ликвидности внутри российской банковской системы.

Несмотря на сложную ситуацию на мировых рынках, 2000г. оказался весьма удачным, а 2001г. более стабильным и удачным, для инвесторов на рынке российских валютных облигаций.

Можно выделить три ключевых фактора, предопределивших столь высокие темпы роста цен российских валютных облигаций.

Во-первых, Россия фактически вышла из состояния дефолта по внешнедолговым обязательствам.

Во-вторых, макроэкономическая ситуация благодаря исключительно благоприятной конъюнктуре мировых товарно-сырьевых рынков улучшилась настолько, что сомнения в платежеспособности России исчезли даже у наиболее скептически настроенных инвесторов³¹.

В-третьих, впервые за несколько лет сделаны реальные шаги в осуществлении структурных реформ.

Что касается 2001 года, то он вряд ли будет простым для российских валютных облигаций.

С одной стороны, на фоне других развивающихся рынков с близкими кредитным рейтингом (Турция, Бразилия, Болгария) российские долговые бумаги по-прежнему выглядят недооцененными. Очевидно, Россия также способна платить по долгам, в том числе по долгу бывшего СССР в рамках Парижского клуба.

С другой стороны, даже при условии выплат по долгу Парижскому клубу в полном объеме, рынок российских еврооблигаций будет по-прежнему сильно зависеть от ряда внешних факторов, а именно:

³¹ Крылова В., Храпченко Л. Российские долговые бумаги: итоги прошедшего года. //Рынок ценных бумаг// 2001, №2.

- От развития экономической ситуации в США. Вероятен значительный рост цен российских валютных облигаций, поскольку недавний пересмотр дефолтного рейтинга России как заемщика агентством Standart & Poor's привлечет в стану новых иностранных инвесторов. Иначе экономический спад в США может привести к снижению цен на всех развивающихся рынках³².
- От стабильности других развивающихся рынков. Если какой-либо другой развивающийся рынок будет испытывать затруднения с обслуживанием внешнего долга, это неизбежно скажется на отношении инвесторов к России.
- От динамики цен на нефть. Если они упадут ниже уровня 20-22 долларов за баррель, это может стать негативным психологическим сигналом для рынка.

На самом деле все будет зависеть от продолжительности периода спада в США, если таковой будет. В этих условиях на рынке российских еврооблигаций, как и на прочих развивающихся рынках, будет наблюдаться стагнация на протяжении всего периода экономической рецессии США. При этом падение цен на рынке российских валютных облигаций по своей вероятности будет более глубоким, чем на других развивающихся рынках, поскольку в случае спада в США Россия также пострадает от более низких цен на нефть.

³² Долги Парижскому клубу: прогресса в переговорах не ожидается. //Рынок ценных бумаг// 2001, №2.

3.2 Состояние российского внешнего долга

В течение последнего десятилетия структура внешнего долга России неоднократно претерпевала изменения. Одни обязательства переоформлялись в другие, менялись сроки погашения и даже сам юридический ответчик по долгам.

На сегодняшний день во всем объеме российской задолженности можно выделить четыре основные части - это, во-первых, суверенные облигации России или еврооблигации, во-вторых, это кредиты МВФ, в-третьих, это облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ), в которые была переоформлена валютная задолженность ВЭБа перед юридическими лицами на момент распада СССР, и, наконец, обязательства перед Парижским клубом кредиторов - долги СССР перед зарубежными странами. В течение всех пореформенных лет перед правительством страны стояла задача растянуть бремя выплат на более длительный срок, снизить текущую долговую нагрузку на экономику, нивелировать "долговые пики". Именно этим объясняется необходимость пересмотра оригинального графика выплат.

С августа прошлого года на рынке появились 30-ти и 10-тилетние еврооблигации на общую сумму чуть более 21 млрд. долл. После списания кредиторами части долга в эти бумаги была реструктуризирована задолженность по так называемым "PRINам" и "IANам", составлявшая 31,8 млрд. долл. США (коммерческий долг бывшего СССР). Купонный доход по еврооблигациям выплачивается два раза в год. Их выпуски оформлены глобальными сертификатами, которые находятся на хранении в Чейз Манхэттен Бэнк; платежным агентом Минфина России по облигациям является Внешэкономбанк. Расчеты по операциям с этими бумагами осуществляются через счета российских банков в международных расчетно-клиринговых системах "Euroclear" и "Sedel". На сегодняшний день на международных рынках обращается 11 выпусков российских евробондов на общую сумму около 36, 8 млрд. долл. США, восемь из них

эмитированы в долларах США; два выпуска номинированы в немецких марках, один - в итальянских лирах.

Между тем, в то время как для иностранцев еврооблигации остаются наиболее "качественным" видом российского госдолга (это прямые обязательства правительства), многие отечественные инвесторы почему-то относятся к ним крайне сдержанно. Очевидно, сказывается определенная инерция мышления: большинство инвесторов - непрофессиональных участников рынка уже довольно давно практикуют операции с этими бумагами на внутреннем внебиржевом рынке, в то время как еврооблигации представляются многим чем-то менее понятным. Лучше всего об инвестиционной привлекательности бумаг свидетельствуют их рыночные котировки. Еврооблигации на сегодняшний день имеют хорошую доходность, кроме того, это чуть ли не самый надежный долговой инструмент.

Замечу, что хотя объем рынка еврооблигаций представляется весьма внушительным, он достаточно долгосрочный - более \$18млрд выплат по этой части долга придется на 2030г. Что касается 2003, то на этот год приходится погашение двух траншей размере \$1.25млрд и 365млрд итальянских лир (~\$170млн). Погашение остальных траншей распределено равномерно от \$2.5млрд до \$3.5млрд в 05, 07, 10, 18 гг.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ещё совсем недавно еврооблигации были известны лишь специалистам. Для практика же непреодолимым препятствием было отсутствием подобных бумаг, эмитированных государством, а оно медлило, ожидая получения более или менее приличного кредитного рейтинга. В октябре 1996 года рейтинг был получен, Россия разместила свой первый еврооблигационный заем и тем самым открыла дорогу на мировой рынок национальным корпорациям и муниципальным администрациям.

В конце работы хотелось бы предложить некоторые выводы, сделанные на основе изучения рынка еврооблигаций. Итак, чем же сулит организациям и муниципалитетам новая возможность выхода на мировой рынок?

Во-первых, денег на Западе гораздо больше. Объем и обороты рынка еврозаимствований измеряется триллионами долларов, а объем займа, как правило, колеблется от нескольких сотен до нескольких миллиардов долларов. Помимо европейских на вторичном рынке облигации могут покупать американские и азиатские инвесторы, а это еще сотни миллиардов долларов.

Во-вторых, даже не очень длительный по европейским меркам облигационный заем (3-5 лет) в нашем представлении - долгосрочный, ведь о том, чтобы взять кредит на такой срок у отечественного банка можно и не думать.

В-третьих, деньги еврозайма - едва ли не самые дешевые. Это обусловлено и большим объемом предложения денег на мировом рынке, и тем, что банки, покупающие еврооблигации, резервируют под них существенно меньше, чем под кредиты, а значит, и покупают их выгоднее. Ставка процентов по облигациям определяется кредитным рейтингом эмитента и не может быть выше, нежели у правительства его страны. При этом не следует забывать и про ценовой фактор. Использование рынка еврооблигаций часто позволяет эмитентам добиться относительного ценового преимущества по сравнению с базовой валютой своих заимствований.

В-четвертых, выпуск облигаций не требует обеспечения. Как отметил, начальник отдела проектного финансирования компании “Горизонт” (финансовый консультант “Газпрома”) Андрей Жеребцов “Газпрому” удалось получать кредиты у западных банков под 8-9% годовых (менее именитые российские компании удовлетворяются 15-18% годовых), но при этом банк обычно требует обеспечения, например, контрактами на поставку газа.

В-пятых, выпуск облигаций, в отличие от акций, не приводит к размыванию акционерного капитала. Это неприятно вообще, а в наших условиях - особенно. Ведь поскольку при неразвитом отечественном фондовом рынке акции компаний недооценены, их выпуск означает распродажу активов компании по сниженным ценам.

Помимо вышеизложенного следует добавить, что для выходящих на евторынок корпоративных эмитентов, данный вид заимствования ещё и способ диверсификации источников финансирования. При этом рынок еврооблигаций гораздо меньше зарегулирован, нежели национальные рынки. Юридических формальностей и принимаемых на себя обязательств значительно меньше, чем в случае использования сопоставимых заимствований.

Приложения

Таблица 1

Соответствие рейтингов различных рейтинговых агентств.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Short Run Ratings	A1+	A1+	R1	Duff1+	A1+		J1	MCM ₁	Prime1	A1	A1+
	A1	A1	R2	Duff1	A1		J1	MCM ₂	Prime1	A1	A1
	A2	A1	R2	Duff1-	A2		J1	MCM ₂	Prime1	A2	A2
	A2	A1	R2	Duff1-	A2		J1	MCM ₂	Prime1	A3	A3
	B1	A2	R3	Duff2	B1		J2	MCM ₃	Prime2	B	B
	B2	A2	R3	Duff2	B2		J2	MCM ₃	Prime2	B	B
	C1	A3	U	Duff3	C1		J3	MCM ₄	Prime3	C	C
			NR		D1		NJ	MCM ₅	Not Prime	D	D
Long Run Ratings	AAA	A++	AAA	AAA	AAA	AAA	Aaa	AAA	Aaa	AAA	AAA
	AA+	A+H	AAH	AA+	AA+	AA+	Aa+	AA+	Aa+	AA+	AA+
	AA	A+	AA	AA	AA	AA	Aa	AA	Aa	AA	AA
	AA-	A+L	AAL	AA-	AA-	AA-	Aa-	AA-	Aa-	AA-	AA-
	A+	AH	AH	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
	A-	AL	AL	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
	BBB+	BBBH	BBBH	BBB+	BBB+	BBB+	Bbb+	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	Bbb	BBB	Baa2	BBB	BBB
BBB-	BBBL	BBBL	BBB-	BBB-	BBB-	Bbb-	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	

Таблица 2**Зависимость доходности еврооблигаций от рейтинга страны**

Страна	Рейтинг Standart & Poor's	Доходность годовых, %
Франция	AA+	5,97
Испания	AA	6,97
Италия	AA	7,15
Польша	BBB-	6,83
Колумбия	BBB-	7,23
ЮАР	BB+	7,61
Венгрия	BB+	8,12
Чехия	BB+	8,21
Перу	BB	9,89
Мексика	BB	10,62
Россия	B-	14,9
Аргентина	BB-	10,85
Турция	B+	8,59
Пакистан	B+	8,75
Бразилия	B	10,23

Таблица 3

**СВЕДЕНИЯ О ВНЕШНИХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМАХ,
ВЫПУЩЕННЫХ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИЕЙ В 1996-1998 гг.**

	I	II	III		IV	V	VI	VII	VIII	IX
			осн. гранш	Доп. Размеще- ние						
Дата выпуска	27.11. 1996	25.03. 1997	26.06. 1997	28.10. 1997	31.03. 1998	30.04. 1998	10.06. 1998	24.06. 1998	24.07. 1998	24.07. 1998
Срок до погашения облигаций	5 лет	7 лет	10 лет		7 лет	5 лет	5 лет	30 лет	7 лет	20 лет
Дата погашения	27.11. 2001	25.03. 2004	26.06.2007		31.03. 2005	30.04. 2003	10.06. 2003	24.06. 2028	24.07. 2005	24.07. .2018
Сумма выпуска	1 млрд.\$	2 млрд. DM	2 млрд.\$	400 млн.\$	1.25 млрд. DM	750 млрд. ITL	1.25 млрд.\$	2.5 млрд.\$	2.97 млрд.\$	3.47 млрд.\$
Купонная ставка, %	9.25	9	10		9.375	9	11.75	12.75	8.75	11
Периодичность выплаты купона, раз в год	2	1	2		1	1	2	2	2	2
Цена продажи, % от номинала	99.561	101.75	99.164	103.5	101.418	99.71	98.79	98.437	73.801	73.858
Цена выпуска, % от номинала	99.561	100	99.164	103.5	99.668	98.71	98.79	98.437	73.801	73.858
Доходность по цене выпуска, % годовых	9.362	9	10.135	9.440	9.406	9.335	12.080	13.030	14.900	15.200
Спрэд на момент выпуска (базисных пунктов)	345	370	375	334	475	435	650	753	940	940
Банки – генеральные управляющие выпуска	JP Morgan, SBC Warburg	CS First Boston, Deutsche Morgan Grenfell	JP Morgan, SBC Warburg	JP Morgan, SBC Warburg	Deutsche Bank, SBC Warburg	Credito Italiano, JP Morgan	Goldman Sachs	Deutsche Bank, JP Morgan	Goldman Sachs	Goldman Sachs

Таблица 4

Рейтинги Standart & Poor's и Moody's

Standart & Poor's	Характеристика эмитента	Обладатель	Доходность	Moody's
AAA+	Возможности эмитента по выплате долга и процентов чрезвычайно высоки (облигации наивысшего качества)	Швеция	Т+(1-1.5%)	Aaa1
AAA		Австралия, Голландия		Aaa2
AAA-		-		Aaa3
AA+	Возможности эмитента по выплате долга и процентов достаточно велики (облигации высокого качества)	Франция	Т+(1.5-2%)	Aa1
AA		Испания		Aa2
AA-		Финляндия		Aa3
A+	Возможности эмитента по выплате долга достаточно велики, но зависят от внутриэкономической ситуации (облигации в верхней группе среднего качества)	Мальта, Малайзия	Т+(2-2.5%)	A1
A		Чехия, Гонконг		A2
A-		Чили, Израиль		A3
BBB+	Возможности эмитентов по выплате долга и процентов зависят от внутриэкономической ситуации на данный момент (облигации среднего качества на границе между надежными бумагами и бумагами со спекулятивным уклоном)	-	Т+(2.5-3%)	Baa1
BBB		Китай, Индонезия		Baa2
BBB-		Польша, Колумбия		Baa3
BB+	Нестабильность внутриэкономической ситуации может повлиять на платежеспособность эмитента (облигации в низкой группе среднего качества, имеющие риск неплатежа)	ЮАР, Индия	Т+(3-3.5%)	Ba1
BB		Мексика		Ba2
BB-		Аргентина		Ba3
B+	Ограниченная платежеспособность эмитента, соответствующая текущему объему выпущенных обязательств	Турция, Пакистан	Т+(4-4.5%)	B1
B		Бразилия		B2
B-		Россия		B3
CCC+	Некоторая защита интересов инвесторов присутствует, но риски и нестабильность высоки	-	-	Ca1
CCC		-		Ca2
CCC-		-		Ca3
CC+	Платежеспособность эмитента сильно зависит от внутриэкономической ситуации	-	-	Ca1
CC		-		Ca2
CC-		-		Ca3
C+	Платежеспособность эмитента полностью зависит от внутриэкономической ситуации	-	-	C1
C		-		C2
C-		-		C3

D	Долги просрочены	-	-	
---	------------------	---	---	--

Таблица 5

Долгосрочные кредитные рейтинги внешних долговых обязательств субъектов РФ

Эмитент	Рейтинги по состоянию на 01.08.98 г. и 08.12.2000 г.					
	Moody`s		Fitch IBCA		Standart & Poor`s	
	1 августа 1998 г.	10 мая 2000 г.	1 августа 1998 г.	10 мая 2000 г.	1 августа 1998 г.	10 мая 2000 г.
Российская Федерация	B1	B3	BB-	B-	B+	SD
Москва	B1	Сaa1	-	CCC	B+	CCC+
С.-П.	B1	Сaa1	BB-	CCC	B+	CCC+
Республика Татарстан	B1	Сaa3	-	-	B+	SD
Республика Коми	B1	Сaa3	BB-	C	-	-
Республика Саха	Сaa3	Ca	B+	C	-	-
Московская обл.	B1	Сaa3	B+	*	-	-
Ленинградская обл.		-	BB-	*	-	-
Свердловская обл.	B1	Сaa3	-	-	B+	CCC-
Самарская обл.	B1	Сaa1	-	-	B+	CCC
Нижегородская обл.	B1	Ca	-	-	B+	*
Калининградская обл.	-	-	B+	CC	-	-
Иркутская обл.	-	-	-	-	B+	CCC-
Белгородская обл.	-	-	B+	*	-	-
Красноярский край	B1	Сaa1	BB-	*	-	-
Ямало-Ненецкий АО	B1	Сaa1	-	-	B+	CCC-

*Рейтинг отозван

Таблица 6

Выпуски еврооблигаций субъектов РФ по состоянию на 20.04.2000 г.

Эмитент	Дата выпуска	Дата погашения	Валюта выпуска	Объем выпуска, млн.	Купонная ставка, %	Число купонных выплат в год	Цена размещения, %
Москва	31 мая 1997	31 мая 2000	USD	500	9,5	2	99,8
	9 апреля 1998	9 апреля 2001	DEM	500	9,125	1	99,83
	18 мая 1998	18 мая 2001	ITL	400 000	9,875	1	99,64
Санкт-Петербург	18 июня 1997	18 июня 2002	USD	300	9,5	2	99,536
Н.Новгород	3 октября 1997	3 октября 2002	USD	100	8,75	2	99,742

Таблица 7

Крупнейшие рынки капиталовложения в облигации.

Валюта	Гос. обл-ции	Муницип. обл-ции	Отрасл. обл-ции	Обл-ции банков, векселя	Иностр. обл-ции	Все обл-ции
Доллар США	5316	1050	1910	347	960	9583
Японская йена	2149	97	410	655	345	3656
Немецкая марка	755	83	2	1159	304	2303
Итальянская лира	988	0	5	183	88	1274
Французский франк	728	3	153	0	160	1044
Английский фунт	446	0	33	0	183	662
Канадский доллар	203	110	61	1	71	446
Голландский гульден	196	3	120	0	81	400
Бельгийский франк	223	0	16	110	38	387
Датская крона	104	0	0	175	9	288
Шведская крона	117	1	7	124	4	253
Швейцарский франк	26	23	28	64	100	241
Испанская песета	172	13	18	16	15	234
Австралийский доллар	111	0	14	0	38	163
Австрийский шиллинг	59	1	5	66	2	133
ЭКЮ	66	0	0	0	64	130
Южноафриканский ранд	70	2	0	0	2	74
Португальский эскудо	36	1	6	8	8	59
Греческая драхма	56	0	0	0	2	58
Финская марка	38	1	5	10	2	56
Норвежская крона	21	7	3	17	1	49
Ирландский фунт	28	0	1	0	1	30
Новозеландский доллар	15	0	3	0	4	22

Таблица 8

Еврооблигации российских эмитентов

Эмитент	Объем выпуска	Дата размещения	Срок, лет	Консультант	Купон
Сибнефть	\$150 млн.	август 1997	3	Salomon Brothers	Libor +4%, раз в квартал
Татнефть	\$300 млн.	октябрь 1997	5	Дрезднер Клейнворт Бенсон	9%, раз в полгода
Мосэнерго	\$200 млн.	октябрь 1997	5	Salomon Brothers	8,37%, раз в полгода
Лукойл (конвертируемые)	\$200 млн.	апрель 1997	5		
Лукойл (конвертируемые)	\$350 млн.	октябрь 1997	6		1%
Московская ГТС	\$150 млн.	март 1998	3	CSFB, Salomon Brothers	12,5%
Иркутскэнерго	DEM 125 млн.	апрель 1998	3	SBS Warburg	12,5%
Альфа-Банк	\$175 млн.	июль 1997	3	Goldman Sachs	10,375%
СБС-Агро	200	июль 1997	3	JP Morgan	10,25%
ОНЭКСИМ Банк	250	август 1997	3	Merrill Lynch, МФК	9,875
Внешторгбанк	200	сентябрь 1997	2	Chase Manhattan	3 мес. Libor +2,2%
Российский Кредит	200	июль 1997	2	Credit Agricole Indosuez	10,25%

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Постановление Правительства Российской Федерации «Об урегулировании задолженности бывшего СССР перед иностранными коммерческими банками и финансовыми институтами, объединёнными в Лондонский клуб кредиторов» от 23.06.2000, № 478
2. Приказ Министерства Финансов Российской Федерации «ОБ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ ВНЕШНИХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ С ОКОНЧАТЕЛЬНЫМИ ДАТАМИ ПОГАШЕНИЯ В 2010 И 2030 ГОДАХ, ВЫПУСКАЕМЫХ В ПРОЦЕССЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ЗАДОЛЖЕННОСТИ БЫВШЕГО СССР ПЕРЕД ИНОСТРАННЫМИ КОММЕРЧЕСКИМИ БАНКАМИ И ФИНАНСОВЫМИ ИНСТИТУТАМИ, ОБЪЕДИНЕННЫМИ В ЛОНДОНСКИЙ КЛУБ КРЕДИТОРОВ» от 18 07.2000, № 71н.
3. Приказ Министерства Финансов Российской Федерации «Об утверждении стандартов эмиссии внешних облигационных займов органов исполнительной власти г. Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области» то 08.041997, № 32н.
4. Handbook of Fixed Income Securities, 4th ed., eds. Fabozzi, Frank J. and T.Dessa, New York, IRWIN, 1995.
5. Mahony S. Eurobonds, IFR Publishing, 1996.
6. Ray C.I. The Bond Market. Trading and Risk Management, New York, IRWIN, 1993
7. Шарп У. Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции . М.:Инфра - М,1997.
8. Роуз П. Банковский менеджмент. М.: Дело,1996
9. Кнастер А. Эффективность и прогнозирование государственного внешнего долга России. М. : Япония - Сегодня, 1998.
10. Yago G. Junk Bonds: How High Yields Restructured, America NY and Oxford, Oxford University Press.
11. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. -М.: Инфра-М, 1996. -304с.
12. Бондарь Т. Опыт внешних облигационных заимствований российских регионов // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 9. – С.76 – 79

13. Берзон Н. Рынок еврооблигаций – ключевые моменты // Рынок ценных бумаг. – 2000. - №9. – С. 73 – 75
14. Внешние долги России – между Лондоном и Парижем //Рынок ценных бумаг// 2000, №11
15. Долги Парижскому клубу: прогресса в переговорах не ожидается. //Рынок ценных бумаг// 2001, №2. Андрианов В., Овчинникова Н. Электросвязь: в ожидании вторичных эмиссий. // Рынок ценных бумаг. -1998. -№ 10.
16. Крылова В., Храпченко Л. Российские долговые бумаги: итоги прошедшего года. //Рынок ценных бумаг// 2001, №2.
17. Митрофанова Э., Назаренко Б., Кузьменко А. Переоформление задолженности РФ Лондонскому клубу кредиторов в цифрах //Рынок ценных бумаг// 2000, №11.
18. Лусников А. Внешний долг РФ: экспортный вариант «пирамиды» или ресурс для экономического возрождения страны? //Рынок ценных бумаг// 2000, №5.

**При написании работы была использована информация, расположенная на
следующих сайтах сети Интернет:**

1. <http://www.europaunion.eu.int>
2. <http://www.euroclear.com>
3. <http://www.akm.ru>
4. <http://www.cedelbank.com/>
5. <http://www.isma.org>
6. <http://www.bloomberg.com/>
7. <http://www.citibank.com>
8. <http://www.minfin.ru>
9. <http://www.fesm.ru>
10. <http://www.euromoney.com>
11. <http://www.reuters.com/>
12. <http://www.rbc.ru>
13. <http://www.finmarket.ru>
14. <http://www.sec.gov>

15. <http://www.clearstream.com/>
16. <http://www.moodys.com/>
17. <http://www.standardandpoors.com/>
18. <http://www.fitchibca.com/>
19. <http://www.bourse.lu/>
20. <http://www.liffe.com/>